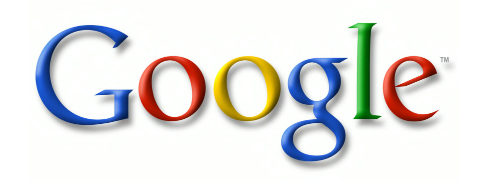
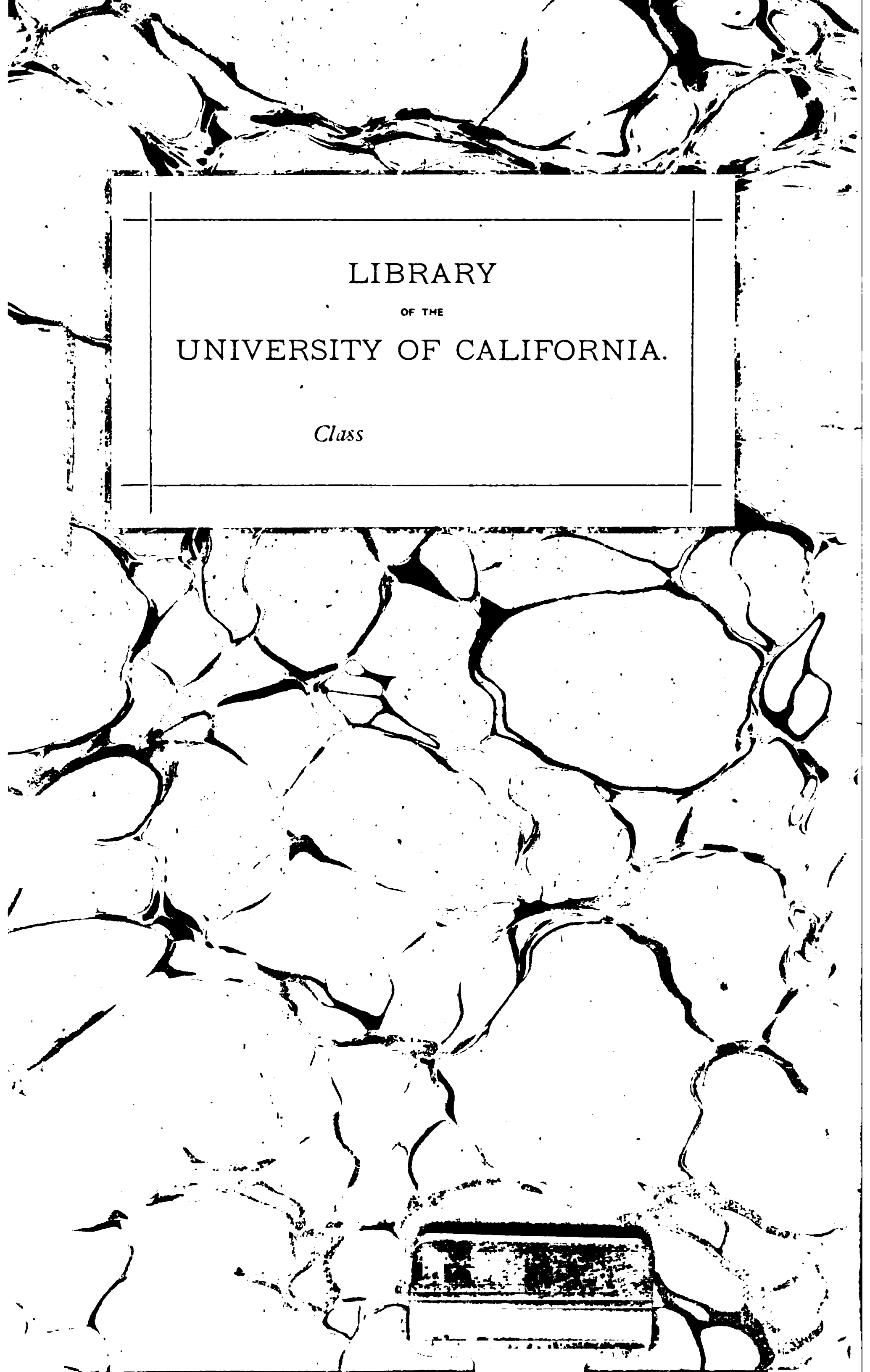
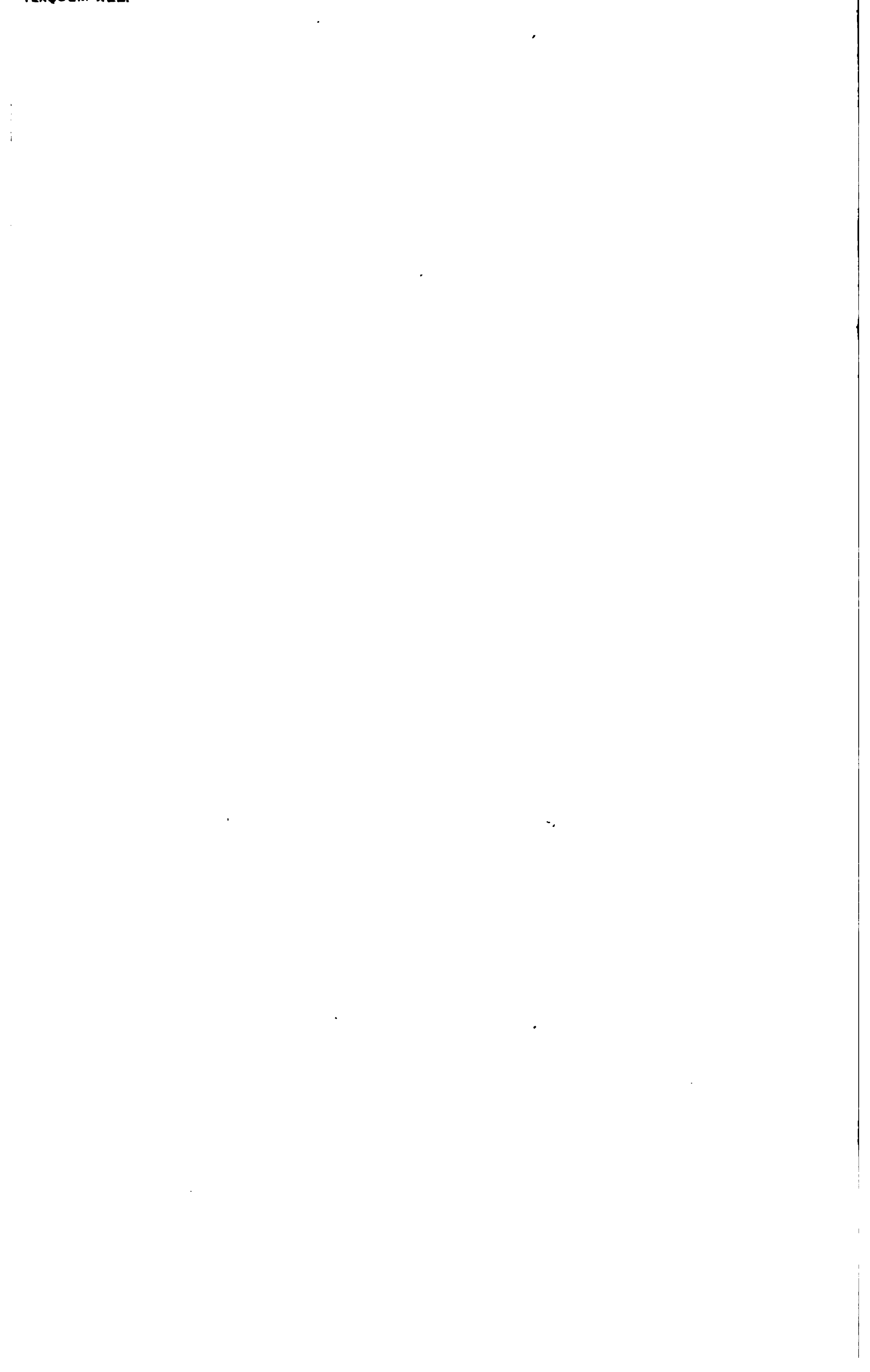



$B 37 531







COLLECTION D'AUTEURS ÉTRANGERS CONTEMPORAINS

HISTOIRE — MORALE — ÉCONOMIE POLITIQUE

SOCIOLOGIE

THÉORIE DES CHANGES ÉTRANGERS

G.-J. GOSCHEN



GUILLAUMIN ET Cie, ÉDITEURS

THÉORIE

DES

CHANGES ÉTRANGERS

CHALON-SUR-SAONE, IMPRIMERIE DE L. MARCEAU

THÉORIE

DES

CHANGES ÉTRANGERS

PAR

G.-J. GOSCHEN

CHANCELIER DE L'ÉCHIQUIER

TRADUCTION ET INTRODUCTION

PAR M. LÉON SAY

Membre de l'Institut, ancien Ministre des Finances

QUATRIÈME ÉDITION

Suivie du Rapport de 1875 sur le payement de l'Indemnité de guerre



PARIS

GUILLAUMIN ET Cie

Éditeurs du Journal des Économistes,

RUE RICHELIEU, 14

1896

PRÉFACE

DE LA TROISIÈME ÉDITION FRANÇAISE

L'ouvrage classique de M. Goschen sur les Changes Étrangers, publié en Angleterre pour la première fois en 1861, a été très souvent réimprimé chez nos voisins d'Outre-Manche. La 15e édition a paru cette année même à Londres.

Les deuxième et troisième éditions anglaises ont été seules précédées d'une préface de l'auteur. J'ai traduit l'ouvrage en Français sur la deuxième édition en 1863 et j'ai donné une seconde édition de ma traduction en 1874. Dans cette seconde édition française, j'ai fait suivre l'œuvre de M. Goschen du rapport que j'ai présenté à l'Assemblée nationale le 5 août 1874 sur l'Indemnité de guerre payée à l'Allemagne par la France et sur les opérations de change qui en ont été la conséquence.

La troisième édition française, que je publie aujourd'hui, est une simple reproduction de la seconde, aucun changement n'ayant été apporté au texte anglais par M. Goschen, depuis 1863. Je me suis borné à corriger quelques inexactitudes qui m'ont été signalées par d'obligeants lecteurs.

La question des Changes Étrangers se présente, dans la suite des années, sous des aspects très divers, mais M. Goschen s'est placé à un point de vue si élevé, qu'il n'est pas de guide plus sûr que son livre, pour en étudier toutes les transformations. Il est curieux de trouver dans un ouvrage déjà ancien, le moyen d'expliquer des événements financiers et monétaires fort extraordinaires, auxquels on ne pouvait pas songer il y a trente ans. « L'histoire des changes étrangers pendant les deux dernières années, est une histoire de révolution, » disait en 1863 M. Goschen dans la préface de sa deuxième édition. Si les affaires considérables qui pèsent aujourd'hui sur le chancelier de l'Échiquier d'Angleterre lui avaient permis d'ajouter une nouvelle préface à la 15e édition de son œuvre, il aurait pu, avec autant de raison qu'il y a trente ans, dire de l'histoire des changes étran-

gers qu'elle a traversé depuis 1873 d'autres et de toutes nouvelles révolutions, révolutions d'un caractère beaucoup plus grave que celles auxquelles il faisait allusion en 1863.

Mais quels que soient les points de vue inattendus auxquels on est obligé de considérer aujourd'hui les Changes Étrangers, on peut toujours se rendre compte des causes générales de leur perturbation, dans tous les temps, en 1892 comme en 1861, par l'étude de l'exposé si clair, si simple et si complet que M. Goschen a tracé des divers éléments qui déterminent les variations du prix des Effets sur l'Étranger.

La Révolution qui s'est ouverte en 1874, qui n'est pas encore close, et qui a bouleversé la condition des changes, est le changement qui s'est produit dans la valeur relative de l'or et de l'argent.

Cette nouvelle Révolution a désorganisé tous les systèmes monétaires fondés sur une fixité légale de rapport entre l'or et l'argent, c'est-à-dire sur le double étalon, et par voie de conséquence elle a produit des troubles d'une autre nature, mais non moins dangereuse, dans tous les autres sys-

tèmes monétaires où il n'y a pas de rapport légal entre les valeurs des deux métaux, c'est-à-dire les systèmes fondés sur l'étalon unique.

M. Goschen avait bien fait remarquer la nature particulière des variations du Change entre pays dont l'étalon monétaire ne concorde pas. Il avait pris pour exemple l'Angleterre et Hambourg, dont le système monétaire avait pour base, dans l'un comme dans l'autre pays, un étalon unique, mais différent, l'or en Angleterre et l'argent à Hambourg.

Il avait fait remarquer, avec insistance, que toute opération de change entre Londres et Hambourg était doublée d'une opération de vente ou d'achat de lingots d'or ou de lingots d'argent.

Mais à cette époque, en 1861, si l'argent n'avait en Angleterre et l'or à Hambourg que le caractère d'une marchandise, il existait cependant une garantie contre les variations de leur valeur relative. Cette garantie, très réelle, quoique indirecte, était celle que la France et depuis 1865 l'Union des quatre puissances latines, France, Belgique, Suisse et Italie, avait en réalité donnée au monde entier en même temps qu'à leurs nationaux, par la constitution de leur système monétaire.

La France et l'Union latine étaient acheteurs pour toute quantité d'argent à un prix fixé en or, et de toute quantité d'or à un prix fixé en argent. Le rapport entre les deux valeurs était celui que Calonne avait établi en 1785, quand il avait opéré la refonte des louis d'or, soit 1 kilogramme d'or pour 15 kilog. et demi d'argent.

L'arrangement de Calonne, consacré par la loi de Germinal an XI, a permis à tous les pays, pays d'or et pays d'argent, d'entretenir des relations monétaires faciles entre eux et de liquider aisément leurs dettes internationales pendant près d'un siècle, sans que les changes aient été sérieusement troublés, si ce n'est par les émissions de papier-monnaie.

Il est certainement malheureux que cet arrangement ait été rompu par la force des choses. Le fait est, car c'est un fait, que le rapport de 15 1/2 à 1, a été modifié par la baisse de l'argent, à moins que ce ne soit par la hausse de l'or, car il est encore impossible de savoir si c'est l'argent qui a baissé ou si c'est l'or qui a monté. Ce que l'on sait, c'est que le rapport a changé et que les relations industrielles, agricoles et commerciales du monde

entier en ont été profondément altérées. Nombre d'économistes financiers ont cherché et cherchent encore à réaliser un arrangement nouveau à la façon de celui de Calonne, arrangement grâce auquel on pourrait peut-être, pendant un autre siècle, jouir d'une certaine stabilité dans le cours des changes entre pays dont la circulation repose sur des métaux différents.

Je ne parle pas des pays dont la circulation est faite de billets de banque à cours forcé, de papier-monnaie et d'assignats, car dans cette hypothèse la variabilité sans limite du change est inévitable et devient en quelque sorte la règle. Parmi ceux qui cherchent une solution aux difficultés du jour il en est qui ont été jusqu'à prétendre que la loi aurait le pouvoir de déterminer la valeur de l'argent par rapport à celle de l'or, ce que je considère comme une erreur manifeste, tout en pensant que c'est un malheur que la loi n'ait pas cette puissance. Ce qui est certain, cependant, c'est que la loi peut agir dans de certaines limites, sur la valeur de toute marchandise, que cette marchandise ait ou non le caractère de monnaie. Quand la loi prohibe la consommation d'un produit, elle

rend ce produit inutilisable, et par conséquent le déprécie entre les mains de ceux qui le possèdent. Seulement il ne faut pas oublier que la loi, quand elle prohibe une consommation, est le plus souvent dans l'impossibilité de faire observer ses prescriptions. En matière de monnaie, la sanction est plus aisée qu'en toute autre, parce que la fabrication en est monopolisée par les gouvernements. La suppression de la convertibilité d'un métal en pièces de monnaie, forme le plus important des débouchés du métal monétaire. L'usage, qu'on pouvait en faire comme monnaie devient impossible, ce qui détermine nécessairement une baisse dans sa valeur, et ajoute une cause nouvelle aux autres causes générales et naturelles de dépréciation, s'il en existe.

La France et l'Union latine auraient pu garantir la fixité du change dans les pays qui se servent de monnaie métallique, en continuant à acheter tout l'argent que le monde produit; et peut-être auraient-elles pu s'y résoudre, si toutes les autres nations avaient, comme l'Union latine, acheté l'argent à bureau ouvert, au même prix que la France. L'effet de cette combinaison sur les tran-

sactions universelles aurait été le même que si, un étalon unique ayant été adopté, le métal qui constituait cet étalon, eût baissé de prix partout à la fois. Mais on a bien compris que les puissances de l'Union latine, et en fait c'eût été la France seule, ne pouvaient subir le poids d'une opération aussi colossale, qui aurait changé les prix de toutes choses dans le monde entier. L'Union latine, ou plutôt la France, aurait payé la différence des prix au profit de tous les autres. Aussi est-ce avec une très grande satisfaction que l'opinion a accueilli en France les décisions ministérielles, puis la loi, qui depuis 1877 a permis de limiter d'abord, puis de suspendre, à partir de 1878, la fabrication de la monnaie d'argent dans les hôtels de monnaie de France et l'introduction dans la convention monétaire de l'Union latine, d'une clause de suspension de la fabrication des pièces de 5 francs en argent, transformées dès lors comme en une sorte de monnaie divisionnaire et de billon.

Il en résulte que les rapports monétaires d'aujourd'hui entre les pays dont les étalons sont différents, ressemblent aux rapports qui existaient jadis

entre Londres et Hambourg et que M. Goschen a décrits; mais il y a pourtant cette différence considérable, que les inconvénients d'autrefois, qui étaient limités par la fixité que la France garantissait en fait, ont pris la forme et, dans une certaine mesure, l'intensité de ceux du papier-monnaie et des assignats.

Il n'y a en effet pas plus de limites aux variations du change entre les pays à étalon d'or comme la France et l'Angleterre et les pays à étalon d'argent comme l'Inde et la Chine, qu'il n'y en a aux variations de la valeur du métal; et qui pourrait dire, dans l'état actuel de l'offre et de la demande du métal argent, quelle est la limite à la variabilité de sa valeur? Quand les pays à étalon d'or n'ont plus été reliés aux pays à étalon d'argent, par les systèmes intermédiaires de double étalon qui existaient dans l'Union latine, on a vu apparaître un fait nouveau dont le caractère demande à être étudié de très près, et qui peut faire envisager avec crainte l'avenir monétaire des anciens pays de double étalon. Ce fait nouveau a été révélé par l'état des changes et il devient de plus en plus menaçant, c'est le faux cours forcé, le billet de

banque, faussement déclaré remboursable, alors qu'il ne l'est plus, dans des pays qui sont censés avoir conservé les deux métaux à titre de monnaie et qui n'en ont cependant plus qu'un seul; dans les pays qui ont conduit leurs affaires financières et monétaires avec imprudence, et qui, tout en proclamant qu'ils sont restés fidèles à l'or, n'ont plus, en fait, d'autre monnaie que de la monnaie d'argent. On prétend que le système de l'or subsiste, parce qu'il y a dans des caisses des espèces d'or, mais c'est de l'or inexportable dont l'effet sur la circulation ne diffère, en quoi que ce soit, d'un gisement d'or inexploitable à mille mètres de profondeur dans les entrailles de la terre.

Ce n'est pas le cas de la France dont la législation monétaire est fondée sur le double étalon, mais dont le crédit international repose en fait sur l'étalon d'or unique et exportable; mais c'est le cas de l'Italie et surtout de l'Espagne. Les billets de banque y sont remboursables en or et en argent en théorie, mais ils ne sont remboursés, en réalité, qu'en argent quand ils sont remboursés, et on ne peut s'en servir pour se procurer de l'or.

La monnaie d'or n'est plus exportable et si elle

a cessé de l'être, c'est par la volonté des gouvernements, c'est-à-dire en raison d'une politique financière dont les gouvernements ont l'initiative et la responsabilité. La monnaie d'argent n'est pas exportable, parce qu'elle n'est plus acceptée au dehors pour sa valeur nominale. Dans les pays où ces conditions se réalisent, on peut dire qu'il n'y a pas de véritable monnaie; il n'y a plus que des assignats garantis par des lingots d'argent, des warrants créés contre le dépôt d'une marchandise en baisse, sur laquelle il y a toujours eu depuis quinze ans plus d'offres que de demandes.

Les changes dénoncent très nettement cet état de choses; ils le crient tout haut; on ne peut étouffer leur voix. M. Goschen a dit, 29 ans avant que ces faits se produisissent, que les changes trahissaient cette catégorie de fraude monétaire en oscillant dans des limites qui atteignent plus de 8 pour 100. Quand la prime de l'or ou le change monte ou baisse de plus de 8 pour 100, on peut être sûr qu'il y a, dans le pays attaqué, une dépréciation de la circulation. Aucune des autres causes de variations, y compris la spéculation, ne peut produire un écart supérieur à 8 pour 100.

Ce qui se passe aujourd'hui est une confirmation éclatante de la justesse de l'observation de M. Goschen.

Les Banques nationales de l'Union latine qui ont de l'argent dans leur encaisse, ne doivent en tenir aucun compte, au point de vue de l'avenir des relations extérieures et des moyens de conjurer les crises. Pour elles, leur masse d'argent est comme une mine inexploitable, par impossibilité de se servir du produit qu'on en tirerait. Il n'y a plus que l'or qui compte ; le surplus est une marchandise warrantée, sans valeur fixe et sans marché.

Si par malheur les Banques nationales, effrayées de cette situation, et jugeant comme d'autant plus précieuse la partie de leur encaisse qui est en or, prenaient des mesures ou en réclamaient du gouvernement contre l'exportation de cet or, la situation deviendrait malheureusement très claire. Le pays, n'ayant plus de monnaie exportable ou ce qu'il a d'exportable ne pouvant plus l'être, du fait de l'administration ou des lois, tomberait dans les inconvénients d'abord et ensuite dans les désastres du papier-monnaie. Il ne faut jamais oublier

que l'encaisse des Banques doit être exportable pour pouvoir remplir son objet, c'est-à-dire pour qu'il soit possible de l'employer à régler les dettes internationales. Le règlement des dettes internationales doit se faire en or, entre nations européennes ou entre l'Europe et les États-Unis, toutes les fois qu'il n'y a ni marchandises ni titres à envoyer au dehors; et, dans ce cas, l'élévation du taux de l'intérêt dans le pays débiteur peut seule, par l'attrait offert aux capitaux étrangers, donner des moyens de compensation, qui puissent rendre inutiles les expéditions de numéraire.

Le danger que court la circulation française, par exemple, avec une Banque dont l'encaisse se compose moitié d'or et moitié d'argent, serait très grand, si au mépris des principes péremptoirement démontrés par M. Goschen, il se formait en France une opinion publique qui encourageât le gouvernement et la Banque de France à professer que l'encaisse argent est, pour la circulation au pair des billets, une garantie de même ordre que l'encaisse or et si on pouvait soutenir, sans rencontrer de contradicteur, cette opinion que l'encaisse or doit être défendue par la dangereuse et nou-

velle méthode, qui consiste à refuser de l'employer au remboursement des billets, l'offre du remboursement en argent satisfaisant à la loi tout comme l'autre.

Si la Banque de France ne devait livrer d'or pour l'exportation qu'en le vendant à prime, si pour en augmenter, en cas de besoin, la quantité, elle n'avait recours qu'aux achats de matières à l'étranger, elle ne ferait que de la bien fausse et bien imprudente administration monétaire[1]. Il n'y a qu'une opération licite, pour attirer l'or étranger, quand le change devient contraire, c'est l'élévation du taux de l'escompte et, ce moyen, tout, dans l'ouvrage de M. Goschen, prouve surabondamment qu'on ne peut le remplacer par aucune

1. Il y a une difficulté, pour la Banque de France, au remboursement de ses billets en pièces d'or de 20 francs, c'est que le poids moyen de la pièce de 20 francs en circulation est moindre, à cause des triages et du trébuchage pour l'exportation, que celui de la pièce de 20 francs dans l'encaisse de la Banque. L'or, qu'il a été nécessaire d'exporter, a dû être demandé à la circulation, parce que la Banque ne se prêtait pas aux liquidations internationales; c'est une des causes de la différence signalée. En fait, la circulation de l'or exportable a été légèrement dépréciée, et ce qu'on appelle le *point d'or* exprimé en livres sterling a un peu remonté. Pour rétablir la vérité il faut refondre les pièces d'or légères, ce qui va être fait; et si, après cette refonte, les billets de banque redeviennent *bona fide* remboursables en pièces d'or de 20 francs, il n'y aura plus de raison pour que le *point d'or* ne revienne pas à son niveau fixe et réel. La vente des lingots d'or, quand la circulation est de bon aloi, ne doit pas être faite par la Banque à un autre taux que celui du bureau du Change de la Monnaie.

autre, quelque ingénieux que puisse paraître un expédient quelconque.

Aucun des faits monétaires, qui se sont produits depuis le jour où la théorie des changes étrangers a été publiée pour la première fois, ne donne de démenti à ces conclusions que le grand financier anglais a formulées en 1861.

21 juin 1892.

LÉON SAY.



PRÉFACE

DE LA SECONDE ÉDITION FRANÇAISE

Il y a plus de treize ans que M. Goschen a fait paraître son livre sur la *Théorie des changes,* et il y a déjà huit ans que j'en ai donné une traduction en français, d'après la cinquième édition anglaise. Les éditions anglaises se sont depuis lors multipliées, et l'édition française est complètement épuisée.

Le moment m'a paru opportun de réimprimer cette traduction, et d'en faire suivre la publication de celle du Rapport que j'ai fait à l'Assemblée nationale sur le payement par la France à l'Allemagne de l'indemnité de guerre.

On pourra suivre dans le Rapport l'application des théories du livre, et les deux ouvrages se compléteront l'un par l'autre.

2

M. Goschen disait dans la préface de la seconde édition de son livre, en 1863 : « L'histoire des changes étrangers pendant les deux dernières années est une histoire de révolutions. » Ne pourrai-je pas dire aujourd'hui que, pendant les deux années qui viennent de s'écouler, l'histoire des changes est aussi une histoire terrible de guerres et de révolutions ?

La France a subi des désastres inouïs; elle a eu à faire face à des dépenses considérables par des opérations d'une grandeur sans précédent, et l'on a pu croire que les capitaux exportés par elle en Allemagne y avaient importé une crise dont la France n'a pas eu à souffrir.

Tout a été extraordinaire dans cette sorte de liquidation de la France, et la théorie des faits est extrêmement difficile à retrouver.

M. Goschen en avait pourtant donné à l'avance la clef, mais peu de personnes étaient à même chez nous de s'en servir.

On comprendra mieux aujourd'hui qu'on ne le pouvait alors, tout ce qu'il y a de profond et de juste dans le petit livre que je recommande de

nouveau aux lecteurs français. Nous avons fait à nos frais une pratique qui nous a enseigné bien des choses, et qui nous a fait désirer d'en savoir davantage.

1er novembre 1874.

LÉON SAY.



INTRODUCTION

A LA PREMIÈRE ÉDITION FRANÇAISE

Nous avons entrepris de faire connaître aux lecteurs français le livre de M. Goschen sur la *Théorie des changes*. C'est un traité qui peut, à un certain point de vue, être considéré comme technique, mais qui abonde en vues générales. Il fallait, pour réussir dans une œuvre aussi difficile, réunir toutes les qualités qui recommandent le nouveau membre du cabinet anglais, élève brillant d'Oxford, homme d'affaires éminent, orateur distingué, économiste de grand savoir.

La théorie des changes est peu connue en France; on ne donne pas à cette question une place assez importante dans l'étude des phénomènes économiques, et nous avons pensé que ce serait aider à la remettre à sa véritable hauteur que de publier en français le livre de M. Goschen.

I

Les changes sont le résultat du commerce international, et l'intérêt que présente leur étude s'est accru en même temps que les relations des peuples. Ces relations deviennent tous les jours plus nombreuses, plus rapides et plus intimes; elles ont fait naître des procédés qui étaient inconnus à nos pères, et dont il n'est pas inutile de donner ici quelque idée.

A mesure que les capitaux sont devenus plus abondants et les propriétaires de ces capitaux plus nombreux, il a fallu perfectionner les méthodes anciennes, inventer même des méthodes nouvelles pour arriver à représenter les droits de chacun sous une forme simple et commode, qui se prêtât à la fois au transport et au transfert, et qui permît de faire des échanges d'un bout de la terre à l'autre. L'idée de la propriété naît de la chose même qui est l'objet de cette propriété, et il n'est pas absolument nécessaire de séparer le droit à la chose de la chose elle-même; en d'autres termes, la propriété se conçoit sans le titre de propriété.

Mais il est impossible d'imaginer un échange rapide des objets de la propriété sans un instrument de cet échange faisant, pour ainsi dire, l'office de monnaie. Cette monnaie, c'est le titre, c'est l'action, c'est le coupon, c'est ce qui représente la chose, ce qui, au point de vue des transactions commerciales, est la chose elle-même. Le grand progrès de notre siècle, dans cet ordre de faits, est d'avoir si bien combiné la propriété et le titre de propriété, que le titre soit, en effet, devenu identique à la propriété elle-même. On se dit propriétaire d'une action de chemin de fer, et non pas propriétaire d'un chemin de fer. Quand on tient dans sa main le morceau de papier qui est l'action, on croit tenir une propriété aussi réelle que si on avait dans les doigts des gares, des rails, des machines. Cette représentation absolue de la propriété par le titre a fait disparaître toutes les difficultés qui entravaient l'échange et la transmission des droits de chacun sur toutes choses. On envoie aujourd'hui dans une lettre de France en Angleterre, d'Angleterre au Canada, de Hollande aux Indes, et réciproquement, les usines, les fabriques, les chemins de fer, tout ce qui se possède en un mot. La chose reste immobile, mais son image est sans cesse transportée d'un lieu

dans un autre ; c'est comme un jeu de miroir qui enverrait un reflet au bout du monde. Le miroir s'incline et le reflet va frapper plus haut, plus bas, à droite, à gauche. La chose est dans un lieu, mais on en jouit partout. Qui en a le reflet, la possède.

Les titres servant à transporter les capitaux d'un pays dans un autre, jouent un rôle considérable dans tout ce qui touche aux relations internationales; mais c'est un rôle difficile à apprécier, si l'on ne perd pas de vue le droit que les titres représentent, pour ne considérer que les titres en eux-mêmes.

Le titre, au point de vue des relations internationales, n'est plus qu'un article d'exportation comme le coton, comme le blé. Un pays où il se crée plus de titres est un pays qui voit augmenter ses facultés d'exportation, absolument comme un pays où il pousse plus de blé. Il va sans dire que, si le titre repose sur une valeur absolument nulle, le pays qui l'aura vu naître n'en sera pas plus riche pour cela ; de même que si le grain était vide, ce serait exactement comme si le blé n'avait pas poussé. Mais c'est un point de vue qui, tout important qu'il soit, ne rentre qu'indirectement dans notre sujet. Ce que nous voulons établir, c'est qu'à



supposer le titre bon, de même qu'à supposer le blé bon, le pays qui produit des titres en abondance augmente ses facultés d'exportation. Il en résulte que la production des titres, si l'on peut s'exprimer ainsi, a sur le commerce international une influence analogue à la production du coton aux États-Unis et du blé en Russie. Mais quel est le degré d'action de cette influence? en quoi cette production diffère-t-elle des autres? C'est ce qu'il importe d'examiner.

Quand la récolte du coton est abondante aux États-Unis, il en résulte une exportation vers les pays étrangers qui, comme nous le verrons tout à l'heure, appelle des retours dans un délai plus ou moins rapproché. Le commerce avec les autres pays recevra une impulsion très vive ; la baisse dans le prix, conséquence de l'abondance de la récolte, donnera un encouragement puissant à l'importation par les étrangers du coton dans leur propre pays. Les filatures, les fabriques de tissus feront des approvisionnements considérables ; l'apparence des bas prix encouragera les spéculateurs ; on filera, on tissera, on produira, on mettra en magasin. Si la consommation, surexcitée par l'abaissement des prix, peut absorber toutes les quantités produites, la liquidation se

fera avec facilité ; ce sera une preuve que les consommateurs auront eu des besoins plus étendus et des facultés plus grandes pour y satisfaire. Ces facultés seront nées, sans doute, de ce que les nationaux auront produit davantage, et de ce que le résultat de leurs efforts se sera traduit en des retours qui auront finalement payé les États-Unis du prix de leur coton. Mais il peut se faire aussi que le pays importateur n'ait pas augmenté sa production dans une proportion suffisante ; et comme il faut, après tout, que la production et la consommation se balancent, l'excès d'importation du coton n'aura pas augmenté la valeur des choses consommées ; le prix des marchandises de coton baissera en conséquence, et la baisse ne s'arrêtera que si les prix tombent assez bas pour tenter des acheteurs étrangers. Les tissus, en un mot, deviendront exportables ; les retours qu'on doit faire aux États-Unis se feront alors avec le même coton transformé en tissus, directement ou indirectement : directement, si ce sont les États-Unis eux-mêmes qui achètent les produits manufacturés ; indirectement si ce sont d'autres pays qui se sont constitués débiteurs, et dont les remises, quand elles auront lieu, viendront en balance de ce que le pays importateur devra en fin de compte aux États-Unis.

Si la spéculation a soutenu le prix des cotons importés à un taux que l'abondance de la récolte ne justifiait pas ; si le consommateur, qui est après tout le grand liquidateur, n'a pas confirmé les espérances de celui qui a fait les importations dans son propre pays, il faudra ou liquider à perte, ou se procurer des capitaux pour continuer la spéculation, et le jour où les facilités manqueront, les spéculateurs se trouveront dans l'impossibilité de satisfaire à leurs engagements; ils ne pourront faire face aux traites tirées sur eux par l'Amérique ; il y aura faillite, panique et crise. Les spéculations sur marchandises étaient autrefois la grande cause des crises.

Si l'on substitue, dans l'exposé que nous venons de faire, le *titre* au coton, on verra que tous les phénomènes dont nous avons parlé se produiront avec beaucoup plus d'intensité, de sorte qu'on peut dire que, si les crises d'autrefois avaient leur origine dans les spéculations sur marchandises, ce sont les spéculations sur les titres qui feront naître les crises à venir.

Le titre est de tous les produits (car nous le considérons comme un article ordinaire d'exportation), celui qui se prête avec le plus de facilité au commerce international. M. Goschen a fait

remarquer dans son livre qu'un pays qui emprunte à l'étranger exporte des titres, et que celui qui prête, en importe par contre. Les emprunts d'État sont un des éléments essentiels de la production des titres, et si l'on y ajoute les actions et les obligations de chemins de fer étrangers, on verra que la quantité des titres qu'on peut exporter ou importer dépasse, en valeur, toutes les autres marchandises d'importation, même en y comprenant le numéraire.

Non seulement la quantité des titres est toujours considérable, mais elle peut toujours être augmentée à volonté, indépendamment des conditions climatériques, qui sont la cause première des variations dans les quantités produites en coton ou en blé, dont nous avons parlé tout à l'heure.

Quand il s'agit de valeurs réelles, c'est-à-dire de titres de chemins de fer productifs ou de rentes d'État d'un crédit reconnu, il y a toujours une possibilité de vendre. Il pourra être quelquefois nécessaire d'abaisser considérablement les prix ; mais, quand on aura atteint un certain minimum, on trouvera toujours des preneurs. C'est un effet qui se produira d'autant plus que la richesse ira en augmentant. Comme il y aura sans cesse et de

plus en plus des épargnes flottantes et nouvelles à placer, il suffira d'offrir au public un intérêt assez élevé pour qu'il ne craigne pas d'engager ses économies. La faculté d'exportation d'un pays qui crée des titres augmente donc réellement, et ce sera d'autant plus vrai que l'Europe et le monde deviendront plus riches.

La production des titres augmentant de plus en plus, et la faculté d'exportation de tous les pays s'accroissant avec cette production, il y aura des échanges de titres de plus en plus fréquents entre les différents pays. Il en résultera une solidarité toujours plus grande entre les diverses nations, qui subiront davantage la conséquence des fautes commises au delà de leurs frontières. Ces fautes pourront consister en certaines manies de spéculation qui auront amené non seulement la production de titres d'une valeur douteuse, mais encore un excès dans la création des valeurs les plus solides. Il est évident qu'on doit faire une très grande différence entre l'émission d'un titre sans fondement et celle d'un titre dont la base est sérieuse. Mais, au point de vue particulier où nous sommes placés, les titres ont une influence par leur quantité, indépendamment de leur qualité.

Si, pour profiter de ce que les épargnes seront abondantes, on veut importer dans le pays des titres étrangers à des cours élevés ; si la réussite des premières opérations engage des spéculateurs à retenir, pour ainsi dire, dans leurs mains les titres en question avant de les laisser arriver jusqu'aux acheteurs définitifs; si le maintien des prix peut être obtenu après même que les épargnes auront disparu par les mille petits canaux qui s'offrent à leur écoulement, on arrivera, sans aucun moyen d'y échapper, à une crise et à la nécessité d'une liquidation qu'une baisse dans le prix des titres rendra seule possible. La baisse du prix des titres tentera les spéculateurs étrangers, et le pays qui avait trop importé pourra réexporter son trop-plein.

C'est encore une des qualités du titre, cet article spécial d'exportation ou d'importation, qu'il est plus facilement réexportable que tout autre. On verra dans le livre de M. Goschen que les mouvements du numéraire sont dus quelquefois à ce que le numéraire est plus facilement réexportable qu'une marchandise quelconque. On a des retours à faire venir d'Amérique : on peut acheter du coton et le faire expédier à Liverpool ; si le marché de Liverpool est encombré, on a la

chance de pouvoir réexporter son coton sur le Havre. Il arrive souvent que des navires venant d'Amérique, étant en vue des côtes d'Angleterre, reçoivent par signaux l'ordre de se diriger vers le Havre plutôt que sur Liverpool, parce que l'armateur trouve un avantage à porter la marchandise sur un marché plutôt que sur un autre. Mais c'est une difficulté, c'est un risque. On ne trouve pas toujours à réexporter. Si, au lieu d'agir sur du coton, on agit sur de l'or, la possibilité de réexportation augmente, parce qu'on est toujours sûr de trouver le placement de son or quelque part. Les titres ont, au point de vue de la réexportation, une partie des avantages du numéraire sans en avoir les inconvénients. On importe des titres italiens en France; si on ne les place pas en France, on pourra les placer en Allemagne ou en Angleterre, en Italie même. C'est encore un fait assez curieux à constater que les emprunts étrangers ont toujours une tendance à revenir dans le pays d'où ils ont été exportés. On a remarqué que les titres des anciens emprunts espagnols, ainsi que les titres des anciens emprunts de certains États de l'Italie, sont rentrés en Espagne et en Italie au bout d'un certain temps; aujourd'hui même, les titres d'emprunts du royaume d'Italie

ont une tendance marquée à la réexportation. On a pu et on pourra sans doute encore pendant longtemps, faire des arbitrages avantageux en achetant en France, pour les revendre dans le pays d'où elles sont originaires, les rentes étrangères. De sorte que, dans le cas d'un encombrement, il y a, par un sacrifice sur les prix, toujours moyen de liquider les opérations de ce genre; mais, comme nous venons de le dire, le sacrifice est absolument nécessaire. Si l'on veut maintenant rechercher la signification de ces encombrements de titres et de ces variations de prix, il faut se rappeler qu'une spéculation qui consiste dans une importation de titres n'est pas autre chose qu'une spéculation à la baisse du taux de l'intérêt.

Cela explique pourquoi le taux de l'intérêt est plus variable aujourd'hui qu'autrefois : c'est qu'il y a vingt ans, le commerce international des titres n'existait pas ou que, s'il existait, c'était sur une échelle insignifiante.

Et en même temps que les oscillations de prix se produiront dans le pays où les spéculations auront été entreprises, elles se feront sentir également dans les pays étrangers, puisque nous avons supposé que la baisse des titres était justement limitée par la faculté de réexportation, ce

qui veut dire par l'équilibre des prix au dedans et au dehors.

Le caractère de notre époque, au point de vue financier, est donc nécessairement une grande variabilité dans le taux de l'intérêt et une grande solidarité entre les différents marchés financiers.

M. Goschen a fait remarquer dans son livre qu'il pouvait se produire un écart permanent assez considérable entre les taux d'intérêt de deux pays voisins, et il a déterminé les circonstances dans lesquelles cet écart pouvait exister. L'analyse des faits présentés par M. Goschen est extrêmement curieuse, et fournit un très bon argument contre ceux qui posent l'existence de l'écart comme un principe absolu. Il existe, en effet, des circonstances telles qu'il peut se maintenir un écart, mais ces circonstances sont dues à des causes particulières et non point générales. Elles ont spécialement pour origine la différence de nature des agents de la circulation. A Hambourg il y a une circulation d'argent, et à Londres une circulation d'or. L'exportation des capitaux se fait toujours, comme nous l'avons montré tout à l'heure avec un esprit de retour. Quand on envoie des capitaux de Hambourg à Londres, il faut toujours supposer qu'on envoie de l'argent et qu'on rede-

mandera un jour de l'argent; or, l'argent est une marchandise à Londres : il faut le vendre à l'arrivée, il faudra le racheter plus tard. Toute transmission de capitaux de Hambourg sur Londres est donc doublée d'une spéculation sur marchandise.

Ce qui est vrai pour la monnaie, l'est beaucoup moins pour les titres. Le titre Italien qui a cours à Paris est le même titre qui a cours à Turin et à Florence; le titre Américain qui a cours à Amsterdam est le même titre qui a cours à Londres, à Hambourg et à Francfort. Plus le commerce des titres ira en augmentant, et plus la transmission du capital deviendra facile, moins il se rencontrera de circonstances qui puissent amener des écarts d'intérêt entre les divers pays.

II

Variabilité constante, solidarité complète, c'est là notre avenir. Est-ce un bien, est-ce un mal ? La variabilité constante du taux de l'intérêt est évidemment un mal, la solidarité des divers marchés est évidemment un bien.

Nous n'avons pas besoin de nous expliquer sur

la première question. Rien n'est plus désastreux dans les affaires que la crainte d'un changement dans les conditions de la valeur du capital; l'incertitude détruit les combinaisons et les empêche quelquefois de naître. Dans le doute sur la possibilité de continuer une affaire qui aurait pu être fructueuse, on s'abstient. Mais si c'est un mal, peut-on y trouver un remède? Sans croire beaucoup aux remèdes en ces matières, il en est un pourtant que nous ne pouvons pas nous empêcher d'indiquer.

Les personnes engagées dans les affaires de coton attachent une importance extraordinaire à réunir les données statistiques les plus exactes sur la production dans les diverses contrées où croît le coton, et sur les stocks existant dans les grands entrepôts, comme Liverpool ou le Havre. Ces personnes savent tout ce qui se fait ; elles entendent tout ce qui se dit ; en un mot, elles s'éclairent et, en même temps, elles éclairent le public. Il y a des maisons de commerce qui se sont fait un nom par la publication de circulaires sur la situation des marchés producteurs et sur l'état réel des affaires.

Ce que les personnes engagées dans les affaires de coton font en ce qui regarde la production du

coton, le public en général doit le faire en ce qui concerne la production des titres. Lorsqu'un de ces grands établissements dont le but principal est l'importation des titres, souscrit un emprunt étranger dans l'espoir de le placer en France, nous avons vu que la liquidation, s'il y a eu erreur dans la conception de l'opération, ne peut se faire que par une réexportation des titres avec perte. Un échec est une ruine pour le pays ; c'est comme si l'on avait jeté dans la mer un capital préexistant. Tout le monde en souffrira, ce qui donne à tout le monde le droit et le devoir de faire la police. Il ne faut pas se dissimuler que, jusqu'à présent, cette police n'a pas été faite, et pour une bonne raison : parce que le public français est dans une ignorance complète de tout ce qui se passe en dehors des frontières. Jusqu'ici, il faut bien le dire, le public a suivi de confiance certains établissements, certains grands noms, mais il n'a donné à ceux qu'il a suivis aucune force contre l'erreur. Il n'a jamais été à même d'arrêter ses patrons dans une fausse voie ou sur une mauvaise pente. Aussi, tantôt le public a-t-il été pris d'un enthousiasme exagéré, tantôt d'un abattement irréfléchi. Il s'est agité dans le vide, prenant défiance comme il avait pris confiance, au hasard.

C'est là une des difficultés les plus sérieuses que rencontrent dans notre pays les grandes affaires.

On a dit des Français qu'ils ne savaient pas la géographie. Cela est vrai ; ils n'ont aucune idée des pays qui les entourent, ni des ressources qu'on y pourrait trouver, ni des difficultés qu'on doit y rencontrer. Cela changera sans doute ; on a fait des progrès achetés au prix de leçons coûteuses, mais les progrès se poursuivent avec lenteur.

Un jugement plus sûr, une connaissance plus complète des affaires internationales, en un mot, une opinion publique forte, s'imposant aux affaires, c'est le seul remède à la variabilité du taux de l'intérêt, parce que c'est un remède préventif. Mais après que la faute a été commise, vouloir s'affranchir des suites de cette faute, c'est une utopie. On ne peut pas revenir sur ce qui est fait. Il n'y a pas d'organisation financière ni d'intervention gouvernementale qui puisse reconstituer un capital perdu. Une conscience plus nette de la solidarité générale chez tous ceux qui entreprennent des affaires, c'est là tout ce que nous pouvons demander. La liberté des transactions, modérée par la sagesse des particuliers, c'est l'idéal qu'on doit poursuivre.

Quant à la solidarité des divers marchés financiers, l'histoire et l'économie politique s'accordent à prouver que c'est un bien.

Le progrès dans l'ordre économique consiste à faire jouir un plus grand nombre de personnes des avantages de la *moyenne*, c'est-à-dire à diminuer les inégalités qui existent dans la distribution des richesses. Il n'était pas rare de voir, il y a un siècle ou deux, la famine désoler un pays, tandis que les pays voisins étaient dans l'abondance. Ceux qui jouissaient de cette abondance n'avaient aucune sécurité; ils ne pouvaient se féliciter du partage inégal dont ils profitaient aujourd'hui, puisqu'ils étaient exposés à subir le lendemain les inconvénients d'une situation inverse. On a vu de même, et jusque dans ces derniers temps, certaines denrées demeurer abondantes et à bon marché dans des parties reculées de la France, tandis que les mêmes denrées étaient à des prix plus élevés dans le reste du pays. C'était un avantage local, signe de pauvreté dans l'endroit où il se produisait. L'absence des moyens de transport, et par suite d'industrie, maintenait un isolement dont la conséquence était d'empêcher les cultivateurs de tirer parti de leur travail. Les prix ne peuvent pas s'élever quand il n'y a pas de

demande. La création des voies de communication a dû nécessairement amener une certaine hausse de prix dans les départements arriérés ; mais la solidarité nouvelle, résultant de l'ouverture des départements arriérés au commerce général, constituait un progrès que personne n'a pu songer à nier.

Ce qui est vrai des denrées est également vrai des capitaux. Un pays arriéré peut avoir des capitaux et n'en point trouver l'emploi productif ; s'il est isolé des autres pays, il peut n'en retirer qu'un profit médiocre. Il ne faut pas oublier que l'intérêt est une partie seulement des bénéfices qu'on obtient de l'emploi d'un capital ; c'est la part du propriétaire. Quant à la part de l'entrepreneur qui fait valoir le capital et qui en est comme le locataire, elle constitue un profit industriel ou commercial. L'intérêt et le profit réunis représentent le produit du capital. Ce qu'il faut désirer, c'est que ce produit soit élevé, c'est que l'emploi des capitaux soit aussi avantageux que possible au pays. Quand un entrepreneur d'industrie peut obtenir de gros bénéfices par l'usage de cet instrument qu'on appelle le capital, il est disposé à donner, pour s'en servir, un prix plus élevé que si le bénéfice avait été moindre. C'est

pourquoi on voit, dans les pays qui s'enrichissent, l'intérêt atteindre souvent des taux très élevés. L'établissement d'une solidarité plus complète entre les diverses nations doit avoir pour effet d'établir une moyenne. Il n'y aura plus de pays où l'intérêt sera trop bas, ni de pays où l'intérêt sera trop haut; il y aura partout un intérêt moyen. Si l'on considère la situation particulière de la France, on peut croire que le taux de l'intérêt tend à y devenir plus élevé; car il est moins haut en France qu'en Angleterre et aux États-Unis, deux nations plus avancées que la France au point de vue économique, et dont la richesse s'accroît avec plus de rapidité. Il faut remarquer, d'ailleurs, que l'essentiel consiste beaucoup plus à ne pas payer les choses au-dessus de leur valeur qu'à les payer bon marché.

Tant qu'il existe dans un pays des capitaux improductifs, et c'était le cas en France il y a peu d'années, on peut imaginer des expédients pour les attirer sur le marché; la baisse du taux de l'intérêt, qui est la conséquence de l'entrée en scène de nouveaux capitaux, est, dans ce cas, le symptôme d'un événement éminemment favorable. C'est pourquoi l'on a lieu de se féliciter des efforts entrepris par une école bien connue, de-

puis plus de trente ans, pour donner de l'activité aux entreprises commerciales et industrielles. Le crédit sous toutes les formes, et surtout sous la forme du billet de banque, a merveilleusement aidé au développement de la richesse publique. Mais son rôle sera bien près d'être achevé quand, par le moyen des nombreux canaux qu'il a su établir, il aura versé sur le marché des affaires tous les capitaux oisifs. Quand le propriétaire du capital saura, tout aussi bien que le locataire de ce même capital, en faire un emploi productif, la question du taux de l'intérêt aura perdu beaucoup de son importance. C'est ce qui fait que nous ne redoutons pas une solidarité plus étroite entre les différents marchés de capitaux. Qui pourrait se plaindre que les capitaux créés n'importe où puissent immédiatement trouver, fût-ce au bout du monde, l'emploi le plus avantageux? Et s'il est des pays qui aient à profiter plus que les autres de cette solidarité, n'est-il pas permis de croire que ce sont les pays moins avancés, les pays qui, comme la France, ne sont pas encore arrivés au degré de richesse dont jouissent quelques-uns de leurs voisins ?

III

Nous avons vu que la hausse du taux de l'intérêt peut être la conséquence des crises produites par un excès dans l'importation des titres étrangers. Il n'est pas difficile de prouver que la hausse du taux de l'intérêt est également une conséquence de l'exportation du numéraire, quand cette exportation prend de grandes proportions.

On a quelquefois considéré la hausse du taux de l'intérêt comme un remède à l'exportation du numéraire. Nous croyons que c'est une erreur : la hausse du taux de l'intérêt n'est qu'une conséquence. Quand la Banque de France, en présence d'une exportation de numéraire, élève le taux de son escompte, elle ne fait que constater la situation réelle. Elle ne rend pas les capitaux chers ; elle constate seulement qu'ils le sont. Nous ne voulons pas dire que l'administration de la Banque de France soit infaillible ; il est possible qu'elle se soit trompée ; cependant, grâce aux informations sûres qu'elle possède et aux lumières spéciales des personnes qui la dirigent, on peut

croire qu'en fait, elle s'est trompée rarement. Par suite d'une loi naturelle que M. Goschen a très complètement analysée, l'exportation du numéraire amène la hausse du taux de l'intérêt, et la hausse du taux de l'intérêt amène la cessation des exportations.

C'est l'action de cette loi qui maintient, dans tous les pays, la quantité de numéraire nécessaire à la circulation.

Cette question de l'exportation du numéraire est une de celles qui ont fait naître en France les discussions les plus animées. Mais on dirait que, sur ce champ de bataille, les contradicteurs sont embarrassés par le poids de vieilles armes, et que les souvenirs des luttes économiques du XVIII[e] siècle pèsent encore sur nos arguments. Comme l'esprit public a fait, en matière économique, beaucoup moins de progrès en France que partout ailleurs, on a cru voir dans les discussions qui ont eu lieu sur la question de l'or, le renouvellement des disputes entre les partisans et les adversaires de la balance du commerce.

M. Goschen explique très bien ce que signifient aujourd'hui les expressions vieillies de balance du commerce, de changes favorables ou défavorables.

La balance du commerce n'a plus d'adepte

dans le sens qu'on y donnait jadis. On n'ignore plus aujourd'hui que les produits s'achètent avec les produits, et que les transactions internationales se font au profit des deux pays intéressés.

On sait aussi que le change favorable est l'indice d'une certaine situation, mais qu'il n'y a pas de conséquence à en tirer par rapport à la richesse du pays au profit duquel il se produit. Mais ce qui est vrai, et ce qu'on a l'air d'oublier, c'est que la connaissance des faits et de la statistique du commerce international devient d'une importance toujours plus grande, et que la nature des opérations faites avec l'étranger influe d'une manière considérable sur l'état des affaires intérieures du pays. Les changements dans le cours du commerce, l'ouverture de relations nouvelles et la fermeture de relations anciennes ont les conséquences les plus graves ; et vouloir considérer ces faits à la légère, négliger leur étude, parce qu'il faut pour les comprendre entrer dans des considérations sur la balance du commerce, c'est se priver volontairement d'une source précieuse de renseignements.

Les produits s'échangent avec les produits ; c'est une vérité qui devient chaque jour plus éclatante ; mais les différences qui se révèlent dans

ce qu'on pourrait appeler la composition des masses échangées amènent des situations particulières qu'il est important de connaître.

Deux vases pleins d'eau communiquant entre eux, et soumis à une même pression, conservent toujours le même niveau. Mais la moindre différence de chaleur d'un vase à l'autre, fait naître tout de suite des mouvements dans la masse de l'eau, sans troubler les niveaux, qui demeurent constants. C'est l'image de ce qui se passe dans la balance du commerce. Les exportations sont toujours balancées par les importations, et plus le mouvement en est libre, plus le pays a de chances de voir développer sa richesse. Mais il peut se produire des courants particuliers, dont l'effet sera immédiat sur toute la masse des affaires. Cet effet se manifestera toujours par une variation dans le taux de l'intérêt. Il pourra en résulter du bien ou du mal. Tel pays, pour avoir mal engagé ses opérations, devra subir la peine de sa faute ; mais il devra se rappeler toujours qu'il payerait sa faute plus cher, s'il chargeait l'État de sa liquidation, et s'il faisait intervenir le gouvernement dans un ordre de faits auxquels le gouvernement doit rester étranger.

Le souvenir du passé a toutefois fait accuser

ceux qui mettent en lumière la relation des changes avec le taux normal de l'intérêt, d'être partisans de la balance du commerce dans le vieux sens du mot; et l'impopularité qui s'attache avec raison aux théories de la balance du commerce a fait craindre à quelques économistes de s'engager trop avant dans des discussions de la nature de celle que nous abordons aujourd'hui. Et cependant, ceux-là même qu'on accuse d'être partisans de la balance du commerce en sont en général le plus éloignés, et ceux qui s'en défendent le plus en sont le plus rapprochés.

J.-B. Say a dit, en parlant de la balance du commerce : « Un temps viendra où l'on sera bien étonné qu'il ait fallu se donner tant de peine pour prouver la sottise d'un système aussi creux et pour lequel on a livré tant de guerres. » Quoique ce temps paraisse venu, nous n'en sommes pas beaucoup plus avancés, car si le système a disparu, on n'est pas délivré de l'esprit du système. Cet esprit de système n'a pas changé ; il a ses lois, qui pour lui valent mieux que les lois naturelles. Il organise au lieu d'étudier et il débite ses sophismes d'un ton d'autant plus assuré qu'il ignore le doute scientifique.

Il est assez curieux de voir quelle a été, sous

l'empire de cet esprit de système, la transformation de la théorie de la balance du commerce en certaines théories modernes d'organisation du crédit.

Les partisans de la balance du commerce soutenaient qu'il n'existait d'autres capitaux que ceux qui se produisaient sous forme d'or et d'argent. Les capitaux étant nécessaires, et cela est parfaitement vrai, au développement de la richesse, ils cherchaient à les attirer et tendaient à créer une situation telle que ces capitaux tant désirés, c'est-à-dire les métaux précieux, pussent entrer dans le pays pour n'en plus sortir. La situation qu'on recherchait paraissait se réaliser par un excédent d'exportation sur les importations ; la différence payée, disait-on, en or ou en argent, constituait un nouveau capital gagné par le pays dont la balance était favorable.

On sait aujourd'hui que l'or et l'argent ne sont pas des capitaux à meilleur titre que les balles de coton ou les sacs de blé ; on a, par conséquent, changé l'argument. On dit toujours que les capitaux sont nécessaires au développement de la richesse, mais on ajoute que l'abondance des capitaux amène la baisse du taux de l'intérêt, et, réciproquement, que la baisse du taux de l'intérêt

est un indice de l'abondance des capitaux. C'est donc la baisse du taux de l'intérêt qui doit être la préoccupation constante du pays, et c'est cette baisse qu'il faut organiser. Pour arriver au but, il ne reste plus qu'à décréter le maximun et on le décrète. Les capitaux ne devront pas être cotés à plus de 4 p. 100, et comme il serait difficile de persuader aux possesseurs de la marchandise de donner cette marchandise au-dessous de sa valeur, on a eu l'idée d'utiliser à cet effet le monopole de la Banque de France. Cela était fort ingénieux. Si le maximum, et tout ce que le maximum rappelle n'est pas populaire, le monopole ne l'est guère non plus. Le souvenir du maximum n'a rien qui entraîne, mais l'espoir de ruiner un monopole a quelque chose de séduisant, et un effet corrigeant l'autre, on pouvait espérer surprendre l'esprit public. Mais on aurait dû s'enquérir à l'avance des rapports qui pouvaient exister entre le monopole de la Banque de France et le taux de l'intérêt dans le pays.

Il est évident que la Banque, pour avoir un certain monopole, n'est pas investie de la toute-puissance sur les faits ; et si l'on voulait, en conséquence de son monopole, lui imposer l'obligation de faire pousser tous les ans une récolte

donnant un minimum d'hectolitres de blé, on aurait fait une loi sans force, parce qu'elle serait en dehors de toute raison. Eh bien ! vouloir imposer à la Banque un maximum d'intérêt, c'est exactement la même chose que vouloir lui imposer de produire un minimum d'hectolitres de blé. La Banque de France ne peut pas rendre les capitaux plus abondants, ni les grains de blé plus nombreux. Elle peut établir une moyenne par la concentration des capitaux qui existent, de même que les chemins de fer, par la facilité des transports, peuvent rendre moins disparates les mercuriales des grains ; mais là se borne son action.

Il est certain que bien des gens voudraient pouvoir se procurer des capitaux à meilleur marché qu'ils ne valent ; mais qui voudra donner les capitaux au-dessous du cours ? On s'imagine peut-être que les billets de banque sont des capitaux appartenant à la Banque ; c'est une erreur bien grossière. Tout billet de banque circulant est la représentation d'un prêt fait à la Banque. Tout individu ayant dans sa poche ou dans son portefeuille un billet de la Banque, est un prêteur de la Banque pour la somme que son billet représente. C'est l'argent du public que la Banque prête, et la quantité des capitaux que la Banque

met en circulation est identique à celle dont le public consent à se priver.

Il est incroyable que des considérations aussi élémentaires soient aussi complètement étrangères à un grand nombre de personnes engagées dans les affaires. Mais on est habitué à considérer comme mystérieuse l'action du billet de banque, et l'on ne cherche pas à percer ce prétendu mystère. Le monopole a, d'ailleurs, quelque chose qui prédispose contre celui qui en est investi, et qui fait admettre comme axiomes certaines manières de parler. Un monopole, dit-on, entraîne naturellement des charges qui en sont le prix, et le public ne saurait trop exagérer ces charges. Il faudrait pourtant s'entendre sur le sens à donner au monopole de la Banque de France. On a dit quelquefois que le but de ce monopole était de donner des facilités au commerce; l'idée qui a présidé à sa création était précisément inverse. Il s'agissait non pas de donner, mais d'enlever des facilités au commerce. On craignait la concurrence des billets de banque, et les facilités que le commerce pouvait trouver auprès de banques rivales. On redoutait les crises, conséquence, disait-on, d'une trop grande impulsion donnée aux affaires. On avait peur que les opérations engagées à cré-

dit ne pussent pas être liquidées, et que les billets de banque multiples ne fussent pas payés à vue. On a, par cette raison, créé une banque unique; on lui a donné le monopole de l'émission, pour être sûr qu'il n'y aurait pas un trop grand nombre de billets de banque, pour être sûr que les billets seraient toujours payés à présentation.

La grande obligation que prenait la Banque de France, en échange du monopole qu'on lui concédait, c'était de ne jamais refuser le remboursement à vue, en espèces, des billets qu'elle aurait émis. Toutes les précautions que les statuts de la Banque ont prises l'ont été dans ce but. Pourquoi a-t-on exigé qu'il y eût trois signatures aux effets escomptés, si ce n'est parce qu'on voulait constituer un portefeuille solide? Et pourquoi voulait-on avoir un portefeuille solide, si ce n'est parce que le portefeuille est la contre-partie des billets, et que les billets valent ce que vaut le portefeuille?

Nous n'avons pas besoin d'examiner ici si les craintes qui ont fait constituer le monopole de la Banque étaient exagérées ou non. Nous n'avons pas à examiner davantage si l'on retirerait plus de profit de la liberté des banques que du système actuel; mais ce que nous avons voulu démontrer c'est que le *maximum*, en fait d'intérêt, ne dé-

coule pas du monopole de la Banque. Ce serait un maximum comme tous les autres, sans plus de raison et sans plus d'excuses. Les capitaux sont une denrée de première nécessité, mais le blé aussi; et si l'on avait la volonté et la puissance d'arrêter la hausse dans le prix des capitaux, on ne voit pas pourquoi l'on n'aurait pas la volonté et la puissance d'arrêter la hausse dans le prix du blé. Le *maximum*, du taux de l'intérêt, c'est une nouvelle forme du système de la balance du commerce. On voulait autrefois les capitaux abondants, et pour les avoir abondants, on voulait faire l'or prisonnier. On veut avoir aujourd'hui les capitaux abondants, et pour cela on veut forcer la Banque à décréter l'abondance en décrétant un prix d'abondance. C'est exactement la même chose. C'est un oubli complet du système naturel; c'est une exaltation de la puissance humaine. Parce qu'on domine la matière, on veut dominer les lois qui la régissent. C'est du socialisme.

M. Goschen l'a bien dit dans son livre : l'action des spéculateurs est bornée. Ils peuvent ménager les transitions, faciliter l'établissement des moyennes. Ils peuvent atteindre à tout ce qui est pour ainsi dire extérieur, mais ils ne touchent pas au fond des choses. Il n'y a qu'un

moyen de rendre les capitaux abondants, c'est d'en créer. Il existait bien autrefois quelque chose qui ressemblait à une création de capitaux : c'était la découverte de capitaux inactifs. On ne peut plus se dissimuler aujourd'hui que c'est une veine qui s'épuise ; si elle n'est pas encore épuisée en France, on peut dire qu'elle l'est tout à fait en Angleterre. Les épargnes ont appris le chemin de la Bourse ; elles ne le désapprendront plus. Les organisations dont le but était de découvrir ces filons sont bien près d'avoir fini leur tâche. Une plus grande concentration des espèces dans les établissements servant de caissiers au public, une compensation plus rapide des dettes réciproques pour éviter des mouvements de fonds inutiles, c'est là tout ce qui nous reste à faire. Quant à la création de capitaux nouveaux, elle est bien réellement sans limites ; mais elle ne peut avoir lieu que par le travail, par le développement de l'industrie et du commerce. Nous avons encore en France de grands progrès à faire dans cet ordre d'idées ; mais ces progrès ne peuvent être rapides qu'à la condition d'abandonner toutes les utopies d'organisation, d'intervention et de maximum, qui ne sont plus de notre temps. Ce qu'il nous faut, c'est une liberté complète de transactions

solidement assise sur la liberté politique. Les rapports entre la liberté du commerce et la liberté politique sont beaucoup plus étroits qu'on ne le pense communément. La liberté politique est comme le principe de toutes les autres libertés ; elle en est à la fois la source et la garantie. Quand elle disparaît, la responsabilité n'a plus de sens et les actes n'ont plus de sanction ; les libertés civiles, la liberté du commerce et la liberté du travail cessent de représenter un droit ; elles n'ont plus que la puissance relative d'un fait ; elles obéissent à toutes les fluctuations du pouvoir politique ; victorieuses aujourd'hui, demain proscrites et calomniées. On ne peut pas supposer dans l'homme une double nature, faible ici, forte là ; si on le condamne à chercher dans l'asservissement des volontés individuelles par l'État, un refuge contre les désordres politiques, peut-on espérer qu'il trouve derrière son comptoir la force de lutter contre les difficultés des affaires? Une nation sans liberté est comme en tutelle, et la loi défend aux mineurs de signer une lettre de change. Tout système politique qui confie à l'État la direction de l'esprit public, doit nécessairement aboutir à l'intervention en ce qui regarde le commerce et l'industrie. Comment pourrait-on d'ailleurs invoquer

le principe de non-intervention, qui est le fondement même de la société économique, si l'on faisait du principe contraire la base du système politique?

C'est une erreur très répandue de nos jours que de croire à la possibilité de remplacer la liberté par la prospérité matérielle. Il n'y a de développement complet de la richesse nationale que sous un gouvernement libre. La discussion des affaires financières que nous avons considérée plus haut comme une nécessité absolue de notre époque et comme le seul remède aux crises internationales, est nulle quand la discussion des affaires politiques est restreinte. Les hommes sont portés à pardonner la discussion de leurs opinions bien plus facilement que celle de leurs intérêts. Peut-on appeler l'attention du public sur un emprunt d'État ou sur une entreprise privée, sans toucher à quelque question politique, sans blesser plus ou moins profondément telle ou telle individualité puissante? La presse se déshabitue des luttes viriles quand elle subit une entrave; sa puissance naturelle lui crée des ennemis, et sa faiblesse relative ne lui permet pas de s'exposer à des rancunes particulières.

Les rapports qui existent entre le développement de la richesse publique et la liberté poli-

tique ne peuvent être niés par les personnes qui ont étudié l'Angleterre. La presse en Angleterre discute tout ; elle met à nu, souvent même avec dureté, les faiblesses des personnages les plus haut placés ; elle ne recule ni devant les enquêtes, ni même devant les scandales. L'opinion publique est sans merci et flétrit souvent l'erreur comme un crime. Ses exécutions impitoyables peuvent avoir leur côté fâcheux, mais il en résulte une notion saine et élevée du devoir dans la vie publique et dans la vie privée, au Parlement et dans la Cité. Il en résulte une conscience plus nette de la responsabilité de chacun et de la solidarité de tous, une force plus énergique, au point de vue de la répression de certains actes, que l'intervention gouvernementale la plus bruyante et la plus compliquée.

Nous sommes bien loin de la liberté et de la richesse anglaises ; mais, il faut bien qu'on le sache, nous ne pourrons jamais atteindre l'une que par l'autre. Nous avons dans notre état politique une difficulté sérieuse à surmonter pour mener à bien les grandes affaires. Il ne faudrait rien moins qu'une presse dégagée d'entraves, et par conséquent puissante, pour combattre l'ignorance du public, dans les questions où ses intérêts

d'argent sont engagés, et cette puissance salutaire n'existe pas. C'est une situation dont les hommes d'affaires doivent se préoccuper, et nous appelons leur sérieuse attention sur ce point.

En attendant, c'est leur devoir de s'instruire et de se renseigner sans cesse sur ce qui se fait et ce qui se dit autour de nous. Il faut connaître ce qu'on écrit en Angleterre, car, en fait d'affaires, les Anglais sont nos maîtres. C'est en nous mettant à ce point de vue que nous présentons au public le livre de M. Goschen.

LÉON SAY.

PRÉFACE

DE LA TROISIÈME ÉDITION ANGLAISE

Les quelques semaines qui se sont écoulées depuis la publication de la seconde édition ont montré une fois de plus avec quelle rapidité la situation des changes étrangers peut être retournée, et comme il est difficile de choisir des exemples durables. Dans la préface de la seconde édition, on avait fait allusion au fait du change Russe, qui, après avoir fourni pendant si longtemps des cas de variations illimitées, avait été ramené presque au pair. Depuis ce temps, il est survenu une nouvelle baisse très considérable. Dans la précédente édition, la baisse rapide du prix de l'or, en Amérique, avait été l'objet de remarques et d'examen ; mais là encore il y a eu des changements, et il faudrait aujourd'hui chercher les raisons de la hausse plutôt que celles de la baisse.

Ce n'est pas l'affaire d'un traité théorique de marcher avec les faits dans toutes les combinaisons qu'ils peuvent présenter. On peut demander à un auteur de suivre les progrès des événements, comme une consécration de l'exactitude de ses principes ; mais il est inutile, ou ce serait vouloir l'impossible, que de lui demander sans cesse de nouveaux exemples. Aussi, n'a-t-on pas jugé nécessaire de faire des changements dans l'édition actuelle.

PRÉFACE

DE LA SECONDE ÉDITION ANGLAISE

L'histoire des changes étrangers, pendant les deux dernières années, est une histoire de révolutions. L'étendue et la rapidité des mouvements qui se sont produits sur beaucoup de points sont presque sans précédents. Des pays que l'on pouvait citer autrefois comme fournissant, au point de vue des changes, des exemples d'un phénomène particulier, pourraient être cités aujourd'hui pour des combinaisons complètement inverses. Les différentes causes énumérées dans cet ouvrage comme régulatrices du cours des changes, ont agi avec une force plus grande que d'habitude, et les nouvelles combinaisons nées de la pression des événements ont suscité beaucoup d'occasions de prouver la justesse et la propriété des principes que nous avons avancés. Les changes des pays

que l'on avait choisis, il y a deux ans, pour montrer l'action d'une circulation dépréciée ou d'un excès d'engagements peuvent, au contraire, donner aujourd'hui des exemples d'un rétablissement rapide des prix. Les changes autrichiens se sont relevés de 30 p. 100. Le rouble russe s'est approché du pair de la valeur de l'or. En Amérique, au contraire, c'est tout l'opposé qui s'est produit : les changes américains, que nous avions montrés, dans la précédente édition, comme renfermés entre certaines limites déterminées par les frais de l'expédition de l'or et par la valeur de la monnaie, ces changes ont fait voir, depuis lors, les cas les plus notoires qui aient été constatés de nos jours de fluctuations illimitées et, pour ainsi dire, indéterminables. Des recherches sur la théorie des changes ne peuvent pas suivre le courant des événements. Quelque intéressante que puisse être une histoire des faits, on ne peut la faire entrer dans un traité dont le but est uniquement d'établir une théorie, et dans lequel les événements contemporains ne peuvent trouver place que comme mettant en lumière des causes générales. Les parties nouvelles introduites, à ce point de vue, dans la seconde édition, ont simplement rapport à la situation des changes américains. Nous

n'aurions pu, sans changer la nature de notre examen, traiter historiquement, et jusqu'au fond, une question aussi compliquée que celle de la situation monétaire de l'Amérique. Cette situation a été si extraordinaire, les difficultés de la connaître avec exactitude sont si grandes, les changements auxquels elle est soumise sont si rapides, qu'une étude approfondie des faits aurait pris les proportions d'un ouvrage séparé. Aussi, les discussions qui pourront surgir à propos de ce que nous disons dans cet ouvrage des changes américains, doivent-elles, croyons-nous, porter sur les interprétations que nous donnons de l'ensemble des faits, plutôt que sur l'exactitude absolue des faits en eux-mêmes. Ces faits ont été établis avec autant de soin que possible, et toutes les précautions ont été prises contre les erreurs. Mais si l'on pouvait concevoir quelques incertitudes sur notre manière de rapporter certaines circonstances particulières, cela ne serait pas une raison pour mettre en doute la certitude scientifique de la théorie en elle-même.

Les autres changements importants qui ont été faits dans la seconde édition se trouvent dans les chapitres où l'on discute la question de ce qu'on appelle « les changes défavorables » et « une

balance du commerce contraire », et où l'on examine la possibilité de « corriger » cet état de choses par le moyen d'une élévation du taux de l'intérêt.

Quant à la véritable signification des expressions « changes défavorables » et « balance contraire du commerce », le texte de nos premières éditions laissait peu de place au doute. Ces expressions sont usitées dans les discussions monétaires, non pas pour caractériser une situation qui serait réellement défavorable au point de vue de la prospérité générale d'un pays, mais pour indiquer un ensemble de circonstances que les négociants et les banquiers persistent à dénommer ainsi. Néanmoins, nous avons fait de nouveaux efforts pour limiter et définir la signification de ces termes plus rigoureusement encore, car il est important de ne pas laisser supposer une divergence d'idées entre les économistes et les banquiers, quand cette divergence, si elle existe, gît uniquement dans les mots et non pas dans la théorie. En ce qui regarde la puissance de l'élévation du taux de l'intérêt par rapport aux changes, on a critiqué certains passages de notre première édition ; on nous a reproché d'avoir paru émettre cette idée que l'argent pouvait être, par

des moyens artificiels, rendu cher ou bon marché, et que des individus ou des banques pouvaient avoir une influence qui n'appartient en réalité qu'au jeu naturel de l'offre et de la demande. Il est possible que nos expressions aient pu prêter le flanc à cette objection, et il nous a paru bon, en tout état de cause, de développer plus complètement le sens que nous avions voulu leur donner. Nous espérons que les changements que nous avons faits dissiperont tout malentendu à ce sujet ; et l'on comprendra, en lisant nos observations sur les limites dans lesquelles agit la Banque d'Angleterre par le taux de l'escompte, que nous n'avons jamais eu l'intention de faire naître des idées exagérées sur la puissance de son action.

Octobre 1863.



INTRODUCTION DE L'AUTEUR

Les études du genre de celles que nous poursuivons dans les pages suivantes trouvent difficilement des lecteurs en temps ordinaire, parce que l'opinion attribue en général à ces sortes de recherches un caractère particulièrement technique et obscur. Mais les circonstances peuvent offrir certaines combinaisons qui mettent les théories dont nous nous occupons dans un relief tout particulier ; on peut, à certains moments, montrer l'influence qu'elles exercent et les explications qu'elles fournissent, par rapport à des événements d'une importance considérable et d'un intérêt universel. Ce sont des occasions qu'il faut saisir pour mettre ces discussions à l'ordre du jour. Ceux qui font une étude constante des changes étrangers ne se bornent pas à les examiner au point de vue où se placent les économistes ; ils n'y cherchent pas seulement des

indices de la balance du commerce entre les différents pays. Ils se mettent aussi au point de vue des négociants et des banquiers. Ils considèrent les changes comme un baromètre sûr, indiquant l'état du marché financier, la solidité du crédit, le taux de l'intérêt, la situation comparative de la circulation dans les divers pays, et ils trouvent dans tous les incidents commerciaux et dans tous les mouvements monétaires, une occasion de juger leurs théories à l'épreuve des faits.

Il y a relativement peu de personnes, même parmi les négociants et les banquiers de premier ordre, à moins qu'elles ne soient fortement et exclusivement engagées dans les affaires internationales, qui envisagent notre sujet avec toute l'importance que mérite son extrême gravité. Mais la situation actuelle des marchés monétaires, situation sur laquelle les changes exercent en ce moment une influence extraordinaire, anormale, semble fournir une occasion particulièrement favorable pour une discussion qui, en d'autres circonstances, pourrait paraître oiseuse et peu attrayante. L'objet qu'on se propose ici n'est pas de mettre en avant certaines théories dogmatiques, mais d'appeler plutôt l'attention des lecteurs sur un certain nombre de faits considérés,

en général, comme inintelligibles ou comme particulièrement compliqués. En les analysant avec soin et en les éclairant par des exemples, on peut les présenter sous une forme simple, et leur donner un aspect qui satisfasse tous les esprits.

Une connaissance réelle des principes est absolument nécessaire pour apprécier avec justesse et netteté les lois qui gouvernent notre marché financier et notre commerce extérieur, et nous aurions atteint notre but si l'ouvrage que nous publions en ce moment, pouvait contribuer à faire comprendre ces lois d'une façon tout à la fois claire et plus complète.

Pour traiter notre sujet, nous avions à résoudre une première difficulté : Quelle connaissance de la matière fallait-il supposer chez les lecteurs de notre étude ? Quel était, en outre, le point de vue sous lequel nous devions croire qu'ils avaient pris l'habitude d'envisager les faits ? Les recherches doivent être conduites suivant des méthodes séparées et toutes différentes, selon la classe de lecteurs qu'on croira devoir entraîner dans la discussion ; et c'est fort difficile de choisir une méthode qui soit également bonne pour tout le monde. Si l'on s'adresse à des personnes qui ont étudié les matières que nous traitons, en théorie

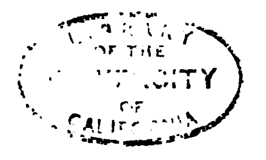
on peut considérer comme acquis un certain nombre de points, dont l'exposition serait fatigante et inutile et ne ferait que retarder l'examen des problèmes et des théories les plus intéressants. Si c'est, au contraire, le public en général qui prend de l'intérêt à ces discussions, il faut suivre une marche opposée et partir de cette supposition que les bases premières et les éléments primordiaux ne sont compris par le lecteur que d'une façon vague et inexacte. Dans cette hypothèse, il faut procéder aussi systématiquement, aussi complètement que possible, même au risque de passer en revue et de démontrer bien des choses qui, dans l'opinion de quelques personnes, auraient pu être passées sous silence. Une troisième méthode, qui diffère des deux autres, peut être employée avec beaucoup d'avantage, si l'on s'adresse à des gens qui, d'un côté, ont une grande connaissance pratique des changes et peuvent être considérés comme familiers avec le sujet, mais qui, d'un autre côté, n'ont jamais systématisé leurs opinions, ni tiré de conclusions des faits qu'ils ont observés.

Les changes étrangers peuvent être un objet intéressant d'étude aussi bien pour l'économiste que pour le lecteur en général ; mais ils doivent

principalement fixer l'attention de cette partie du monde commerçant, qui, le sachant ou non, est toujours sous leur influence. C'est à cette classe de lecteurs que le présent travail est tout d'abord et tout particulièrement destiné. Nous avons essayé de montrer les relations des changes étrangers avec notre marché financier, et généralement avec les transactions internationales, et nous avons cherché à mettre dans un jour plus clair quelques-unes des notions un peu obscures et mal définies qui forment le point de départ de notre sujet. Mais quoique, dans ce sens, nos recherches aient été dirigées à un point de vue commercial et dans le désir spécial d'éclairer les questions d'affaires, nous avons cherché à préciser assez nos arguments pour ne pas choquer les savants ni les théoriciens ; nous avons, en même temps, donné des éclaircissements assez complets, et nous sommes entré dans des développements suffisamment explicites pour nous faire comprendre d'un lecteur quelconque qui ne serait pas initié à ces études. Notre seul titre à cette entreprise est que nous nous trouvons tous les jours à même d'étudier les formes variées des transactions internationales, et que nous ressentons effectivement l'influence des différentes

situations des changes étrangers. Celui qui n'a pas de facilités de ce genre, ne peut que très imparfaitement redresser et comme éprouver les différentes opinions théoriques qu'il a pu se former ; mais l'auteur ne se dissimule pas que, même avec ces facilités, il a pu rester au-dessous de sa tâche. Ses motifs pour écrire cet ouvrage sont la conviction où il est que le sujet qu'il traite demande un examen urgent, et l'espoir qu'il conserve d'exciter par sa tentative dans ce sens, fût-elle impuissante, des recherches nouvelles et plus heureuses.

Juillet 1861.



THÉORIE

DES

CHANGES ÉTRANGERS

CHAPITRE PREMIER

DÉFINITION ET EXAMEN PRÉLIMINAIRE DES TRANSACTIONS AUXQUELLES SE RAPPORTENT LES CHANGES ÉTRANGERS

Pour déblayer le terrain et pour arriver à l'examen des théories les plus intéressantes par rapport au change étranger, il faut, avant tout, définir aussi clairement que possible la signification de ce terme.

L'expression « le change étranger » est vague et ambiguë, parce qu'on l'emploie le plus fréquemment pour désigner le taux auquel le change est effectué, plutôt que l'opération même du change, le prix, plutôt que la transaction. Quand on dit, en style technique, que les changes montent ou baissent, ou que les changes sont au pair des espèces, on fait allusion aux différences qui

se produisent dans les conditions auxquelles sont traitées les affaires, entre acheteurs et vendeurs d'effets étrangers.

Toutefois, avant d'aborder notre sujet avec le sens ordinaire qu'on donne à l'expression « change étranger », c'est-à-dire au point de vue du taux auquel le change s'effectue, il est nécessaire d'examiner l'objet, la matière même du change, et de déterminer avec précision quelle est la chose qu'on vend ou qu'on achète, qu'on transfère ou qu'on donne en échange.

Quand la transaction se traduit en faits matériels, ce sont des effets étrangers, c'est-à-dire des effets sur les pays étrangers qui constituent la matière du change. On peut toutefois donner du fait même une explication moins technique : ce qui forme l'objet du change, c'est une dette contractée par un étranger et payable dans le pays de cet étranger, puis transférée par le créancier ou l'ayant droit, moyennant une certaine somme, à quelqu'un qui désire recevoir de l'argent dans le pays en question. La personne qui achète cette dette a probablement le dessein d'employer le montant de ce qu'elle doit recevoir à payer une quatrième personne habitant le pays étranger, et vis-à-vis de laquelle elle était de son côté endettée.

Les opérations qui se succèdent sont très clairement exposées par M. Mill dans le passage suivant : « Un négociant d'Angleterre A a exporté « des marchandises anglaises et les a consignées « à B, son correspondant en France. Un autre « négociant de France C a exporté des marchan- « dises françaises, d'une valeur que nous sup- « posons équivalente, et les a expédiées à D en « Angleterre. Il est évident qu'il est inutile que « B qui est en France, envoie de l'argent à A « qui est en Angleterre, et que D, qui est en « Angleterre, envoie une somme égale à C qui « est en France. On peut appliquer une dette au « payement de l'autre, évitant ainsi la double « dépense et le double risque du transport de « l'argent. A fait sur B une traite du montant de « ce que B lui doit ; D, qui doit faire un payement « de même valeur en France, achète la traite de « A et l'envoie à C qui, à l'expiration du nombre « de jours restant à courir sur l'effet, la présente « à B pour s'en faire payer. De cette façon, la « dette due par la France à l'Angleterre et celle « due par l'Angleterre à la France sont toutes les « deux acquittées, sans qu'on ait envoyé une « once d'or ou d'argent d'un pays dans l'autre. »

Cette explication suppose toutefois que la tran-

saction s'est accomplie par le moyen d'une lettre de change préexistante, et il vaudrait mieux, au commencement de nos recherches, ignorer cette préexistence. Il serait, à ce qu'il nous semble, plus convenable de considérer d'abord la transaction comme un simple échange de dettes et de droits, sans avoir égard aux moyens par lesquels l'échange s'accomplit.

Dans sa forme la plus générale, le cas dont nous nous occupons peut être rapporté comme il suit : Par suite d'affaires internationales, un certain nombre d'habitants d'un même pays se trouvent avoir pris des engagements en faveur de négociants appartenant à des pays étrangers et, afin de s'épargner la peine, le risque et la dépense d'un envoi de numéraire, ces habitants, qui forment comme un groupe de débiteurs, se mettent à la recherche d'un autre groupe de gens auquel il est dû des sommes équivalentes par les pays étrangers avec lesquels les premiers ont fait des affaires. Lorsque le groupe de débiteurs a trouvé un groupe de créanciers correspondant, il lui achète ses créances et les applique au payement de ses propres dettes étrangères. Si l'ensemble des sommes dues par chacun des deux pays à l'autre est absolument égal, c'est-à-dire si

le montant des dettes réciproques est le même, si les échéances auxquelles doivent se faire les règlements coïncident, si les payements doivent avoir lieu dans une monnaie équivalente ou identique, si, en un mot, toutes ces conditions d'identité sont réunies, il n'y aura pas de difficulté dans le règlement du prix que les acquéreurs des créances devront payer à leurs cédants. Ce prix consistera simplement dans une somme égale ou même identique à celle qui doit être payée à l'étranger en vertu des droits cédés. Si le montant des créances que les uns ont besoin d'acheter était toujours égal à celui des créances que les autres ont en leur possession et qu'ils ont besoin de vendre au même moment, il n'y aurait aucune raison qui pût faire varier les prix, et il n'y aurait aucun mouvement dans le taux des changes étrangers. Pour parler le langage technique, le change serait toujours au pair.

Mais si l'on fait la supposition inverse, on touche au point précis qui fait le sujet de notre discussion.

Les mouvements qui se produisent à un moment donné dans les changes étrangers sont, tout à la fois, le résultat nécessaire et l'indication certaine des inégalités qui existent à ce moment dans les

dettes réciproques des différents pays, inégalités qui se manifestent soit dans le montant des engagements, soit dans le terme assigné aux payements, soit dans les rapports entre la monnaie d'un pays et celle d'un autre pays.

On pourrait croire qu'il eût été plus aisé d'expliquer ce que c'est que le change, en disant que c'est la conversion des diverses monnaies les unes dans les autres, des souverains, par exemple, en francs, des florins en dollars, et c'est, en effet, sous cette forme que les transactions ont, dans la pratique des affaires, généralement lieu ; mais, en restreignant notre définition à cette conversion de monnaie, nous aurions laissé de côté une des faces les plus importantes, et même un côté essentiel de la question.

En effet, en supposant même un système identique de monnaie chez toutes les nations, les créances sur les pays étrangers seraient, suivant les circonstances, négociées à des prix différents. On les céderait, tantôt à prime et tantôt à perte, selon les demandes et selon les offres, selon qu'à un moment donné il y aurait plus ou moins de demandes de la part de ceux qui ont à envoyer des fonds au dehors, ou selon qu'à ce même moment il y aurait plus ou moins d'offres de la part de

ceux qui, ayant des créances sur l'étranger, seraient en droit de les faire rentrer. Car ce sont là les causes premières de ce qu'on appelle la hausse et la baisse des changes étrangers.

A un certain jour, ou pendant une saison donnée, il faut envoyer au dehors des sommes considérables pour payer des dettes. L'Angleterre a, par exemple, de gros engagements envers la France, et le terme du payement est venu. Or, les circonstances veulent qu'à ce moment il y ait peu d'affaires engagées dans la branche correspondante de commerce qui se résout en dettes de la France vis-à-vis de l'Angleterre : il y a, par conséquent, peu de soldes disponibles au crédit des négociants anglais à Paris et, par conséquent, peu de personnes en mesure de transférer des crédits à ceux qui ont des fonds à remettre ; en d'autres termes, et pour employer le langage des affaires, il y a peu de personnes qui aient des effets sur la France. La conséquence de cet état de choses est une concurrence active au sujet de ces rares effets. Ceux qui n'y mettent pas un prix assez élevé se trouvent dans l'alternative ou bien de subir tous les inconvénients de l'emballage, de l'assurance et de l'expédition du numéraire, ou bien de manquer à leurs engagements.

Ceux qui ont des effets à vendre peuvent obtenir, par contre, un prix plus élevé que la valeur au pair. Comme ils ont la somme dont on a besoin, au lieu même où elle est demandée, et qu'ils peuvent, s'ils refusent de la céder, forcer les demandeurs à faire les frais d'une expédition de numéraire, ils sont en position de s'emparer de la totalité du bénéfice qui, dans le cas du change au pair, aurait été partagé entre l'acheteur et le vendeur. (Le cas du change au pair est celui où les dettes relatives des deux pays seraient équivalentes.) Au lieu d'un arrangement à convenance mutuelle, le vendeur, par suite de concurrence des acheteurs, est en situation de faire l'arrangement à sa seule convenance personnelle. Dans cette circonstance, c'est l'offre et la demande qui, selon le mode habituel, déterminent l'affaire. Dans l'exemple que nous avons choisi, les effets sur la France seraient à prime. Si les conditions étaient inverses, s'il y avait, au contraire, plus de personnes ayant des créances à faire rentrer de France que de personnes ayant besoin d'y envoyer des fonds, les effets sur la France seraient à perte.

Telles sont les conditions premières et les plus élémentaires de la variation dans le prix des

changes étrangers. Afin d'en apprécier clairement la nature réelle et la cause première, il est important d'écarter, dans cette première étude, toutes les circonstances secondaires et de dégager rapidement le principe général. Ce qui fait l'objet du change dans la transaction simple et naturelle dont toutes les autres découlent, c'est l'échange d'une somme d'argent dans un lieu, contre une somme d'argent équivalente dans un autre lieu. Si nous anticipons sur ce que nous aurons à dire, nous pouvons en regard de cette transaction, qui est la plus simple, opposer la transaction qui est la plus compliquée, à savoir celle dans laquelle la somme donnée d'un côté serait payable immédiatement, celle offerte en échange n'étant payable que trois mois plus tard, dans laquelle la somme donnée d'un côté serait stipulée en or, celle offerte en échange étant stipulée en argent; dans laquelle enfin la somme donnée d'un côté aurait un caractère de solidité indiscutable, étant payée comptant, et celle offerte en échange présenterait un certain doute, à cause du long crédit qu'elle suppose. Pour établir alors la balance entre les deux sommes, il faudrait nécessairement tenir compte de la valeur relative, au moment donné, de l'or et de l'argent, du montant des intérêts à

perdre pour attendre trois mois, et du risque couru par celui qui prend un papier, c'est-à-dire une promesse de payer dans trois mois, à la place d'une somme qu'il a donnée comptant. Toutes ces considérations affectent le change, et compliquent la question à tel point qu'on peut facilement, dans le cours de l'examen qu'on en fait, perdre de vue le terrain solide d'où l'on est parti.

On discute quelquefois sur l'état des changes étrangers, et l'on porte avant tout la discussion sur la valeur de l'argent dans les différents pays, sur le montant du numéraire dans chacun d'eux, ou sur la situation relative de leur circulation fiduciaire. Ce sont là des points qui ont, sans doute, une grande importance, et qui agissent sur le prix des changes, mais qui sont néanmoins subordonnés à la question de l'équilibre des engagements réciproques. Les engagements réciproques sont l'élément fondamental du prix du change.

Si l'on veut étudier le sujet dans son ensemble, il est nécessaire de se former, tout d'abord, une vue nette de ce qu'on entend par les dettes internationales; de connaître les éléments qui constituent ces dettes et de savoir discerner les divers phénomènes qu'elles engendrent; c'est là ce qui

domine toute la théorie des changes étrangers. Lorsque nous aurons pu faire comprendre clairement la question et que nous aurons pu donner une idée complète des divers modes suivant lesquels une nation devient endettée vis-à-vis d'une autre, nous pourrons faire un pas en avant et considérer la forme sous laquelle se produisent les créances quand l'époque du règlement est arrivée et quand la dette flottante se trouve, pour ainsi dire, consolidée en lettres de change. Le cours de la discussion nous amènera naturellement à examiner la nature et la forme de ces lettres de change, leur achat et leur vente, les causes diverses qui déterminent leur prix, leurs fréquentes fluctuations, la signification et la portée de cette expression usuelle, que les changes étrangers sont favorables ou contraires, et la valeur de l'indication qu'on peut tirer des changes pour connaître la situation des affaires internationales. Nous considérerons d'abord les dettes en elles-mêmes, et nous trouverons qu'elles sont, en fin de compte, représentées par une masse constante de lettres de change dans lesquelles elles prennent corps. Il sera ensuite nécessaire de s'enquérir si ces effets sont payables comptant ou à des termes fixes à venir, s'ils représentent une

transaction finale ou une portion seulement d'une opération commerciale, et de voir comment le taux de l'intérêt, le crédit des débiteurs, la confiance des créanciers et la dépréciation du signe monétaire dans lequel les effets sont payables, affectent leur échangeabilité. Nous examinerons quelles circonstances font naître une demande d'effets sur l'étranger et quels sont les moyens de ralentir ou d'exciter cette demande. Arrivés à la fin de ces investigations, nous chercherons à élucider quelques-unes des questions les plus importantes soulevées dans le monde financier relativement au taux de l'intérêt comme moyen d'arrêter l'exportation de l'or, à l'action sur notre marché des capitalistes étrangers et des détenteurs de lettres de change sur l'Angleterre, aux faits qui pourraient se produire si tous ces effets étaient jetés à la fois sur la place pour être escomptés en bloc, au lieu d'être successivement encaissés au fur et à mesure qu'ils arrivent à maturité, et tant d'autres matières analogues. Toutes ces questions sont loin d'être purement théoriques et imaginaires ; elles sont d'une importance vitale et pratique pour quiconque est engagé dans les entreprises commerciales.

CHAPITRE II

ANALYSE DES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX CONSIDÉRÉS COMME LA BASE DES CHANGES ÉTRANGERS

Les premiers éléments du prix des changes étrangers que nous ayons à discuter se trouvent, ainsi que nous l'avons déjà dit, dans les dettes internationales. Les changes étant la représentation d'un échange de droits ou de dettes, une étude sur l'origine et sur la nature de ces dettes jettera un jour considérable sur le sujet.

On commet souvent cette erreur d'imaginer que les dettes internationales proviennent simplement d'une importation de produits, et de considérer la balance du commerce comme une pure question d'importation et d'exportation, comme un simple indice de l'excès de l'une sur l'autre. Il est nécessaire d'examiner de plus près les transactions effectuées entre deux pays, avant de se former une idée de la situation de leurs dettes réciproques.

On découvrira, en l'étudiant, que cette situation

ne résulte pas tant des échanges respectifs des produits que de la relation entre la totalité des dépenses faites par chaque nation chez l'autre, que ce soit pour le payement de matières ou de produits, pour l'achat d'actions et de fonds publics, pour le règlement de profits, de commission, de redevances quelconques, ou pour l'acquit de dépenses faites par les résidents au dehors ou les voyageurs, en un mot, de tous les payements ou de toutes les promesses de payer qui sont dans chaque pays. L'idée de la dette en elle-même doit être ici perdue de vue ; c'est l'engagement pris que nous avons à considérer, et cet engagement a des effets identiques, quelle que soit son origine.

Les payements qui doivent être faits par un pays à un autre, pour quelque objet que ce soit, ont le même effet que ces payements faits pour des importations directes, de sorte que les dettes générales réciproques de deux pays peuvent être, à peu de chose près, balancées, quoique l'un des deux pays ait importé beaucoup plus de marchandises qu'il n'en a fourni en échange. L'excès peut monter, par exemple, à 3 millions sterling, mais la nation qui est ainsi devenue créancière pour cette différence de 3 millions, peut employer

un million à faire des remises à ceux de ses nationaux qui ont établi leur résidence dans l'autre pays, ou qui ont voyagé et qui ont dépensé leur argent au dehors; elle peut envoyer un autre million dans le pays qui a importé l'excédent, afin d'acheter des fonds publics; et si l'on suppose qu'il s'agisse d'un pays maritime, un autre million peut rester entre les mains de ses armateurs pour le fret de leurs navires. De cette façon, l'équilibre peut être rétabli; il n'y a de balance contraire ni d'un côté ni de l'autre; les dettes sont égales.

Il ne peut pas être superflu d'examiner plus en détail quelques-unes de ces transactions internationales. Nous pouvons étudier, par exemple, l'influence des emprunts étrangers. Traitant ce sujet, comme c'est le cas pour nous, au point de vue des changes, un emprunt étranger a sur la balance une influence défavorable, non pas pour le pays qui emprunte et qui reçoit le montant de l'emprunt, mais pour le pays prêteur qui fournit les fonds.

L'emprunt devra, sans doute, être remboursé en fin de compte; mais, au moment où il est contracté, il agit avec la même puissance qu'une exportation sur le pays qui emprunte, et qu'une

importation sur le pays qui prête. En fait, le pays emprunteur exporte des titres qui sont importés par les capitalistes prêteurs dans leur propre pays. Au point de vue de la balance du commerce, un emprunt contracté à l'étranger est l'équivalent d'un accroissement d'exportation. Quelquefois, quand les dettes d'un pays vis-à-vis d'un autre deviennent si grandes qu'on ne peut liquider les engagements du pays débiteur par l'envoi de numéraire ou par l'accroissement de l'exportation, on a recours à un emprunt pour régulariser la balance. Le pays exporte des titres de fonds publics créés dans ce but, quand il n'a pas en mains d'autres ressources disponibles pour satisfaire ses créanciers étrangers; la Russie a plus d'une fois employé ce procédé.

Il peut y avoir également une nation riche en capitaux et vivant beaucoup sur elle-même, important peu parce qu'elle renferme dans ses propres limites la plupart des choses dont elle a besoin, mais exportant sur une grande échelle ; la tendance de ce pays sera de devenir créancier de tous ses voisins. Comment la balance pourra-t-elle être rétablie ? C'est le cas inverse de celui que nous venons d'exposer tout à l'heure. La dette, dans l'hypothèse actuelle, n'est pas excessive,

mais au-dessous du niveau nécessaire; un pays qui se trouve dans cette situation rétablit souvent l'équilibre en devenant, par spéculation, acheteur de fonds étrangers, de titres de toute nature, et en les important. Les manufacturiers sont payés au moyen d'obligations de chemins de fer et les sommes que les autres nations dépensent en objets de consommation tirés du pays exporteur, ce pays exporteur les dépense à son tour sur les bourses des capitales étrangères. Il n'y a aucun doute que la balance du commerce ne puisse être très sérieusement affectée, quand un pays est en proie à quelque grande manie de spéculation sur les fonds étrangers. De même que la situation monétaire d'un pays peut être fort menacée quand il importe des produits étrangers pour un montant plus élevé que celui de ses exportations, de même cette situation peut être aussi menacée par une acquisition excessive de fonds étrangers, avec cette seule différence que les fonds publics sont souvent plus propres à la réexportation que les marchandises fabriquées ou que les produits pour lesquels les frais d'embarquement et de réembarquement sont infiniment plus lourds.

Il résultera des observations qui vont suivre que,

lorsqu'on parle de la dette réciproque ou de la balance du commerce entre deux pays, les dettes permanentes d'un pays vis-à-vis d'un autre ne doivent pas entrer en considération, tout au moins jusqu'à ce que le jour du payement soit arrivé. La balance du commerce dépend des transactions à liquider, et non pas de celles qui, par consentement mutuel, sont laissées en suspens pour une longue période de temps.

Il n'est pas douteux, par exemple, que les États-Unis ne doivent une somme considérable à l'Angleterre, sous forme de titres américains entre les mains de porteurs anglais. Mais, à l'exception des intérêts de ces titres, comme cette dette consolidée n'exige pas de règlement, elle exerce à peine d'influence sur la balance des dettes flottantes qui détermine les variations de change entre les deux pays. Les titres sont des objets de commerce importés d'Amérique en Angleterre ; au moment de leur importation, ils ont agi sans aucun doute sur les changes, exactement comme le coton venant du même pays, et le jour où on les réexportera vers l'Amérique (mais pas avant), ils affecteront les changes dans un sens contraire, c'est-à-dire avec la même puissance que lorsque le coton est réexporté vers l'Amérique sous forme de produits

de Manchester. Mais, à un autre point de vue, comme ces titres ne sont l'occasion d'aucune demande immédiate, et comme ils ne peuvent pas être regardés comme étant un des éléments de la dette contractée pour avoir du coton ou du blé, dette dont le règlement doit avoir lieu tout de suite, la balance du commerce peut être tout à fait défavorable à l'Angleterre, bien que le montant des fonds américains dans des mains anglaises puisse monter à une somme beaucoup plus considérable que la différence.

Le cas des coupons attachés à ces titres, est très différent ; les intérêts qu'ils représentent sont un des objets constants, une fraction importante de la dette dont nous nous occupons ; ils constituent un engagement exigible, souscrit par le pays qui a emprunté. C'est une dépense à faire au profit d'un créancier étranger. Un pays qui doit payer tous les ans au dehors de grosses sommes pour intérêts, doit importer d'autant moins, ou exporter d'autant plus. Réciproquement, un pays riche qui se fait un revenu annuel d'intérêts payés par les nations étrangères peut, jusqu'à concurrence de ce revenu, faire les frais d'un excédent équivalent de ses importations sur ses exportations ; il met en balance cette nature de recettes

avec l'excès de ses dépenses ; ce sont des capitaux entrants, par contre des capitaux sortants. Les grosses sommes que l'Angleterre reçoit chaque année en payement, pour intérêts, des nations étrangères, réduisent considérablement la balance qui, malgré notre exportation colossale, nous est presque toujours défavorable. Les emprunts étrangers, négociés en Angleterre, accroissent nos engagements au moment où ils sont contractés, mais les revenus annuels qui en dérivent par la suite contribuent à les réduire.

L'effet des profits et des commissions prélevés sur les affaires internationales est tout à fait le même que celui que nous avons étudié en ce qui concerne les intérêts. Parmi ces profits, on peut classer les frets perçus pour les transports maritimes des divers pays. Celui qui devient le transporteur des autres acquiert par là des droits qui lui permettent de payer les importations à faire de l'étranger. La dépense du fret agit avec la même force que la valeur d'une marchandise produite et exportée. Une nation exclusivement maritime peut acquitter ses obligations vis-à-vis des pays qui lui fournissent les nécessités de la vie, en devenant simplement leur entrepreneur de transport et sans avoir, par

contre, à exporter de produits ou de marchandises.

Il peut encore se faire qu'une situation particulièrement favorable mette une nation en état de rendre les autres nations débitrices vis-à-vis d'elle-même de redevances diverses ou de commissions quelconques, et crée ainsi, au profit de cette nation, un revenu équivalent à celui qui proviendrait d'intérêts, de frets ou de remboursements de marchandises exportées.

Un pays qui sert d'intermédiaire, comme l'Angleterre, au commerce de beaucoup d'autres et qui, par sa position comme grand centre de banque et d'affaires, est en état de gagner une légère commission, un petit profit sur toutes les opérations dont il surveille la conduite, se fait de cette façon un revenu qui ne manque pas d'importance. Autrefois, quand Londres était le grand entrepôt des marchandises destinées aux marchés étrangers, et quand les négociants anglais fournissaient la majeure partie du continent (qui n'était pas lui-même en rapport direct avec l'Inde ou l'Amérique) de coton, de café, de sucre, de thé, en un mot, de tous les produits des Indes orientales et occidentales, les commissions et les profits de cette intervention devaient être très consi-

dérables; c'était pour le pays une part considérable des bénéfices dérivant de source étrangère. La tendance de notre époque est de mettre constamment en relation plus intime et plus directe le producteur et le consommateur par l'élimination des intermédiaires et la suppression de cette sorte de profits. Cette tendance se manifeste de plus en plus; le producteur transatlantique et indien se trouve, par le fait, plus complètement et plus immédiatement en rapport avec le consommateur continental. Aujourd'hui, l'armateur continental et les négociants font leurs importations directement du pays producteur, s'affranchissant ainsi du marché de Londres au point de vue des marchandises, sans toutefois se passer des facilités que leur procurent les banques anglaises. Les intérêts et les commissions qui sont encore payés par presque tous les pays aux capitalistes anglais, sont un élément qu'il importe de noter dans la composition du revenu au moyen duquel l'Angleterre peut s'acquitter de la masse énorme des engagements qu'elle prend vis-a-vis de l'étranger.

Une allusion rapide a été faite aux dépenses de voyages et de résidences à l'étranger. La Russie fournit le meilleur exemple de l'importance de

cette nature de dépenses. Plusieurs millions sterling sont annuellement dépensés par la noblesse riche de Russie en voyages ou en résidence à l'étranger, et le capital qui est ainsi soustrait à la Russie affecte défavorablement la balance de son commerce, tout à fait de la même façon que si la même somme avait été dépensée en Russie pour l'importation de marchandises étrangères. Les effets tirés par les princes russes en voyage, sur leur banquier de Saint-Pétersbourg, influencent le change exactement avec la même force que des effets tirés sur Saint-Pétersbourg pour le champagne qu'on y fait venir de France. Les engagements souscrits par les voyageurs à l'étranger sont particulièrement sentis en Russie, d'abord parce qu'en eux-mêmes ils sont excessifs, et ensuite parce qu'indépendamment de cette dépense, la Russie tend à consommer plus qu'elle ne produit.

Il y a beaucoup d'autres transactions internationales qui, dans un relevé complet des articles formant ce qu'on appelle la balance du commerce, pourraient bien entrer en ligne de compte, par exemple : les droits de douane à l'importation, ou les droits de transit et toute la série des impôts gouvernementaux. Mais les considérations

sur l'influence de ces différentes charges appartiennent à un champ d'investigation différent de celui dans lequel nous voulons nous renfermer aujourd'hui.

Les dépenses d'armement maritime dans des pays éloignés, spécialement les dépenses régulières des vaisseaux de guerre dans les stations étrangères, forment aussi un élément d'engagements internationaux qui ne doit pas être perdu de vue.

L'analyse qui précède des faits les plus importants, a pour but de donner une notion générale et claire des différents objets sur lesquels l'attention doit se fixer, quand on veut porter un jugement sur les transactions réciproques entre deux nations et sur la balance qui résulte de ces transactions.

Le premier élément, le principal, doit être, sans doute, la comparaison des importations et des exportations dans le sens littéral du mot: mais l'effet de ces sortes de transactions est si clair, si généralement compris, qu'il n'est pas nécessaire de s'étendre beaucoup sur cette portion du sujet.

En outre des importations et des exportations, on a montré qu'il était nécessaire de tenir compte

des autres dépenses faites par les nations les unes chez les autres, y compris toutes les extravagances nationales, telles que subsides donnés à l'étranger, prêts, dépenses constantes d'armements lointains aussi bien que toutes les extravagances individuelles, telles que dépenses excessives faites dans les voyages et dans les résidences à l'étranger ou spéculations sur les bourses étrangères.

Il ne faut pas non plus oublier de tenir compte de l'étendue des bénéfices nationaux provenant des redevances volontaires ou involontaires payées par les autres pays. Il faut faire entrer en considération les entreprises individuelles qui, par la supériorité de leur position, de leurs capitaux, de leur activité, prélèvent une part plus ou moins large des avantages du commerce international.

C'est une tâche très difficile, à cause de la complexité des faits, que de se former une idée juste des engagements réciproques des deux pays donnés ; mais on peut espérer que les principes sur lesquels s'établit la balance du commerce et la nature des faits qu'il faut examiner, ont été suffisamment élucidés par les observations qui précèdent.

CHAPITRE III

EXAMEN DES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'EFFETS ÉTRANGERS DANS LESQUELS SE RÉALISENT EN FIN DE COMPTE LES ENGAGEMENTS INTERNATIONAUX.

Après avoir passé en revue, dans les chapitres précédents, les différentes sortes d'engagements que les nations contractent les unes envers les autres, nous sommes maintenant en mesure de considérer le mode de règlement de ces différentes dettes ou droits et les instruments par lesquels le règlement s'accomplit.

La plupart des transactions internationales sont réglées par le moyen de lettres de change sur l'étranger. Il peut ne pas être superflu, pour le lecteur en général, de faire quelques remarques sur cette partie de notre sujet. Le public n'a pas, en effet, l'occasion de tenir en main et d'examiner les traites elles-mêmes ; il ne les a pas étudiées et n'a pu prendre en en faisant l'étude une connaissance des différentes catégories dans lesquelles on peut les classer, ni des propriétés qui s'attachent à chacune d'elles.

En se mettant au point de vue des changes étrangers, il faut considérer que les dettes contractées entre différentes nations sont sur le point d'être acquittées. En fait, dans la plupart des cas, il y a un crédit accordé avant que les effets soient tirés ou avant que les remises aient été envoyées pour liquider les comptes ; mais nous n'avons pas, quant à présent, à nous en préoccuper directement ; toutefois, une discussion sur les changes ne serait pas complète si l'on n'y faisait pas allusion.

Quand le public sait qu'il existe une balance restant à régler, pour laquelle il a été accordé un crédit, mais qui, en fin de compte, sera liquidée par un payement, cette certitude du règlement à venir a, jusqu'à un certain point, sur les changes, un effet semblable à celui qu'on voit se produire en certains cas dans les affaires de marchandises. Car si l'on sait sur un marché quelconque que la quantité d'une certaine marchandise peut être augmentée dans des conditions indéfinies, la connaissance de cette possibilité produit un effet presque aussi puissant que si l'approvisionnement existait en réalité.

Mais ce que nous avons à examiner dans ce moment, c'est la liquidation de dettes arrivant à

échéance, c'est-à-dire d'engagements pour lesquels le temps du règlement est arrivé.

Les dettes réciproques des différents pays, lorsque le temps de la liquidation approche, prennent, pour ainsi dire, corps sous forme de lettres de change, et cela jusqu'à la limite du possible : ce mode de règlement étant universellement employé tant que les dettes d'un pays sur l'autre trouvent une contre-partie dans les dettes en sens contraire des pays étrangers. Il est certain que l'emploi de la lettre de change sera étendu inévitablement au règlement de tous les comptes qu'il sera possible de liquider, sans courir le risque ni faire la dépense d'un transport de numéraire. C'est un simple transfert, c'est une liquidation directe que font entre eux les créanciers d'un pays étranger et ceux qui sont engagés envers ce pays, en mettant au dehors et en face les uns des autres leurs propres débiteurs et créanciers. Mais comment pourra-t-on liquider les engagements à l'étranger, si les dettes qu'on peut prendre en compensation d'un côté ou de l'autre sont épuisées, s'il existe un solde de dettes à payer, sans qu'il existe un équivalent de rentrées à faire qu'on puisse mettre en regard? Nous verrons plus tard qu'on peut imaginer des combi-

naisons artificielles et employer de nouvelles lettres de change à régler, du moins pour un temps, le solde en question.

Mais c'est là une question plus compliquée dont nous devons, quant à présent, différer l'examen.

Ce que nous avons à considérer d'abord, ce sont les effets étrangers qui sont, pour ainsi dire, le corps des dettes et des droits actuels et qui représentent un échange, échange fait entre le tireur ou vendeur de l'effet, et l'acheteur du même effet. Le premier cède le droit qu'il possède sur un débiteur étranger, contre un payement sur place et l'acheteur remet l'effet qu'il vient d'acheter à un étranger, vis-à-vis duquel il était lui-même endetté.

Pour un œil exercé à déchiffrer l'histoire d'une lettre de change à simple vue, il est facile, dans la plupart des cas, de trouver sur l'effet même la preuve de son origine et d'en déterminer la nature. L'étude attentive d'un gros bordereau composé de lettres de change diverses peut apprendre beaucoup de choses tant sur les affaires internationales en général que sur le caractère particulier de l'époque. On y trouvera des effets représentant toutes les raisons de dettes d'un pays à l'autre que nous avons décrites. La plus grande

masse a pour cause des exportations de produits ou de marchandises. Ce sera principalement le cas entre pays situés à de grandes distances l'un de l'autre, et dont les transactions sont relativement simples. Quand il s'agit de pays plus rapprochés, ayant par conséquent un plus grand nombre de ces relations qu'on peut appeler de voisinage, les affaires représentées par les lettres de change sont à la fois plus diverses et plus compliquées.

Entre le continent et l'Angleterre, il existe une grande quantité d'effets représentant les dépenses de résidents étrangers; ce sont des traites sur les banquiers de son pays tirées par un étranger, des encaissements de dividendes, ou des rentrées provenant d'autres sources de revenu. On trouve des effets en quantités innombrables ayant pour base l'achat ou la vente de fonds publics, ou servant pour un chiffre considérable à transporter des capitaux d'un pays dans un autre, comme dans le cas où le public s'intéresse dans un emprunt d'État ou dans une entreprise par actions. Il se négocie peu d'emprunts étrangers qui ne soient accompagnés d'une certaine émission de lettres de change. Toutes les fois qu'un pays, au moment où il contracte un emprunt à l'étranger, reste

devoir un solde sur ses transactions commerciales en général et manque de remises pour couvrir ce solde, alors on peut très avantageusement tirer sur le pays prêteur des lettres de change pour le montant de l'emprunt. Ces lettres de change seront achetées avec ardeur pour être remises aux créanciers étrangers. Dans le cas contraire, quand il n'existera pas de balance à régler, l'emprunt sera ordinairement soldé en numéraire.

Dans toute liasse d'effets, il y en a presque toujours quelques-uns tirés pour le remboursement de frets devenus exigibles; c'est quelque chose de très important pour les pays dont l'industrie maritime est très développée, mais qui ont peu de produits naturels. En Suède et en Norvège, par exemple, quand les négociants ont des remises à faire à l'étranger, ils ont beaucoup de peine à trouver d'autres effets que ceux qu'on a tirés soit pour cause de vente de bois (leur principal article d'exportation), soit pour cause de frets dus à leurs navires. Leurs importations sont entravées par la difficulté de faire des remises en ce qu'on appelle des « *signatures de premier ordre* ».

On peut dire qu'il y a quelque chose de spécial dans la manière dont sont faites les remises de chaque pays en particulier.

Dans l'Inde et en Chine, les principaux articles d'exportation ont une grande valeur, et le capital nécessaire pour envoyer des marchandises d'un aussi grand prix sur les marchés de consommation est considérable. Il en résulte que les affaires se concentrent dans des maisons très puissantes et très riches ; les effets sont, pour la plupart, tirés en grosses sommes et sur des maisons d'Europe de première classe. Il est très ordinaire de voir des effets de 10.000 l. sterling, et, en général, ce sont des effets extrêmement bons.

La distance qui nous sépare de ces pays et la longueur du crédit que l'acheteur de l'effet doit en conséquence accorder, rendent nécessaire d'agir avec une grande prudence. Il est du plus haut intérêt que les personnes sur lesquelles on tire soient d'une solvabilité reconnue.

Les remises du continent, au contraire, sont d'une nature tout à fait différente. Par suite de la fréquence des transactions et de la facilité des communications, les effets sont tirés dans les formes les plus diverses et par beaucoup plus petites sommes. Ces effets représentent des opérations de détail et de chaque jour, aussi bien que les grandes affaires des marchands et des banquiers. Toute personne qui reçoit des remises du

continent pour une valeur de 10 à 20,000 livres à la fois, trouvera que cette valeur est faite au moyen d'un très grand nombre de petits effets. Il y aura des effets tirés par suite de ventes de bétail, d'œufs, de beurre ; des traites de voyageurs anglais sur les banquiers de Londres ; des effets en remboursement de jouets allemands, d'objets de fantaisie de France, de vins, de fruits, de légumes. Et comme les affaires se font maintenant beaucoup par le détail, on trouvera, à côté d'effets sur les marchands et les importeurs en commerce réglé, petits et gros, beaucoup d'autres effets sur des personnes difficiles à classer et qui appartiennent aux couches les plus infimes du monde commercial : par exemple, sur des agents qui ont su persuader à des fabricants allemands de leur confier la vente de leurs produits, et sur des succursales de petits établissements étrangers qui veulent essayer de s'introduire sur le marché anglais ; on trouvera aussi des effets tirés sur des boutiquiers, des marchandes de mode et sur d'autres personnes en dehors du cercle des affaires ; en un mot, sur tout individu que son commerce met, à un degré quelconque, en rapport avec les fabriques étrangères.

Les effets américains ressemblent, à quelques

égards, aux effets de l'Inde ; comme ils ont en général pour cause des affaires sur le coton, et comme une petite quantité de coton vaut une grosse somme d'argent, les effets d'Amérique sont, pour la plupart, tirés pour un montant élevé et représentent des transactions considérables. Seulement les opérations entre les États-Unis et Liverpool sont beaucoup plus rapides à conclure et beaucoup plus faciles à mener à fin, que celles qui ont lieu entre l'Angleterre et l'Inde. Des facilités particulières sont aisées à obtenir pour entreprendre sans capital les affaires de coton, tant à l'exportation d'Amérique qu'à l'importation en Europe ; il en résulte qu'à côté d'un grand nombre d'effets de premier ordre venant d'Amérique, on trouve aussi un nombre considérable de traites tirées sur des maisons inconnues en dehors de leurs relations immédiates, et qui n'ont d'autre moyen de payer leurs acceptations que de réaliser les marchandises mêmes qui leur ont été consignées contre ces mêmes acceptations.

Jusqu'ici, nous avons supposé que les effets dont nous avons fait l'étude représentaient et liquidaient, *bona fide*, une affaire réelle. Il y a pourtant une catégorie très nombreuse d'effets étrangers qui remplissent une fonction très différente

et très importante à déterminer exactement. Il y a peu de mystère dans les opérations de change quand elles se réduisent aux opérations directes et immédiates que nous avons traitées jusqu'ici; mais le sujet se complique quand on considère le très grand nombre d'effets étrangers qui représentent des opérations indirectes moins faciles à suivre, ou même qui ne représentent aucune opération préalable quelconque, en ce sens du moins qu'ils ne liquident pas des dettes intérieures. Ces effets ont une action tout à fait différente de celle des effets que nous avons examinés.

Il y a d'abord les effets étrangers, qui ne représentent pas l'engagement ordinaire qu'on suppose entre l'accepteur et le tireur, mais qui représentent une dette au profit du tireur, dette contractée par une tierce personne résidant dans un autre pays; l'accepteur est simplement, dans ce cas, un intermédiaire pour arriver au payement.

Par exemple, les thés embarqués en Chine pour New-York sont généralement payés au moyen d'une traite fournie par l'exporteur sur un négociant de Londres pour compte de l'importeur américain ; l'exporteur en Chine est remboursé par le prix qu'on lui donne de sa traite sur Londres, et l'accepteur, pour acquitter la traite, attend en

Angleterre les fonds de l'importeur de New-York.

Il est important de se rappeler que les effets de cette nature ne portent pas en eux-mêmes, comme les autres, la preuve qu'il existe des engagements contractés par les pays sur lesquels ils sont tirés. Le pays où l'acceptation a lieu, le pays qui accepte, en un mot, est créancier du tiers pays pour une somme exactement égale à celle qu'il doit payer au pays d'où la traite est partie. Toute estimation qu'on voudrait faire des engagements d'un pays, en prenant pour base les traites en circulation sur ledit pays, ne manquerait pas d'être erronée, si l'on faisait abstraction de ces traites acceptées pour compte de tiers intéressés. Il est tout au moins nécessaire de chercher à découvrir quelle est la proportion des traites acceptées par les personnes intéressées et de celles acceptées par des agents ou des intermédiaires. Supposons, par exemple, que l'on désire, à un moment donné, avoir une idée des engagements réciproques de l'Angleterre et des États-Unis. On peut établir que la somme totale des exportations de l'Amérique pour l'Angleterre, dans l'acception la plus large du mot, en y comprenant toutes les causes supplémentaires de créances auxquelles nous avons fait allusion, que cette somme dépasse la somme

totale de tout ce que l'Amérique a reçu de nous ou a dépensé chez nous ; on en tirerait cette conséquence que nous avons à remettre à l'Amérique une balance en or ; mais on aurait oublié un des éléments les plus nécessaires à la solution de la question posée, si l'on ne s'était pas fait cette autre demande : Quelle est la situation des États-Unis en ce qui concerne les importations d'Orient ? N'y a-t-il pas des effets pour des sommes très importantes en circulation, payables par l'Angleterre pour le compte de l'Amérique, et que l'Amérique doit nous rembourser ? La réponse à cette question peut conduire à un résultat tout différent de celui qu'on avait obtenu par l'examen de la balance.

Il est nécessaire de ne pas perdre de vue ces engagements indirects, surtout quand on s'occupe des effets sur l'Angleterre, car cette nature d'engagements forme une partie très considérable de la masse de nos acceptations.

Les personnes pour lesquelles ces questions sont nouvelles, peuvent ne pas découvrir au premier abord quelle est la cause qui force les autres nations à faire de Londres le centre de leurs opérations de banque. Pourquoi les gens qui expédient par mer les produits des Indes en Amérique font-ils des traites sur Londres au lieu de les faire

sur New-York? pourquoi celui qui exporte du coton de la Nouvelle-Orléans pour la Russie fait-il des traites sur Londres au lieu de les faire sur Saint-Pétersbourg? Cela peut provenir, en partie, de ce que les banquiers de Londres font plus de crédit, ou de ce que la notoriété plus grande des maisons de Londres, notoriété qui s'étend dans tous les coins du globe, donne aux effets tirés sur ces maisons une valeur toute différente de celle qu'auraient des effets tirés sur des banquiers d'Amérique ou de Russie, tout aussi riches peut-être, mais moins universellement connus. Mais ce sont là des raisons secondaires, et, en y réfléchissant de plus près, on trouve que ces raisons secondaires découlent de la raison première qui fait de l'Angleterre le grand centre des affaires de banque du monde entier. Cette cause première, il faut la chercher dans cette exportation étonnante et toujours active de l'Angleterre, qui fait que toutes les contrées du monde, recevant incessamment des produits anglais, sont dans la nécessité de faire à l'Angleterre, pour s'acquitter, des remises soit en numéraire, soit en produits, soit en effets. Les autres pays peuvent donner un autre cours à leurs exportations, mais les effets tirés en remboursement finiront toujours par arriver en Angleterre.

En d'autres termes, il y aura toujours de la demande pour les effets sur les banquiers de Londres, et les effets anglais seront plus facilement négociés que tous les autres. Il ne peut pas y avoir de change avec une place sur laquelle il ne se fait pas des remises régulières et constantes, et *vice versa*, quand les remises se font régulièrement, un change est bien vite établi ; l'intervention d'un intermédiaire n'est plus nécessaire.

L'Angleterre, par exemple, exporte des quantités fabuleuses de marchandises de Manchester en Orient, et par-dessus le marché, de l'argent, et elle reçoit en échange du thé et de la soie. Mais supposez que la soie et le thé demandés par l'Angleterre aient une valeur moindre que les marchandises exportées, comment la balance se réglera-t-elle ? Le voici : les Américains exportent peu de produits en Chine. Ils demandent aux Chinois de la soie et du thé pour une valeur plus grande que celle des marchandises qu'ils leur envoient en échange. Les Chinois ont donc une balance à réclamer à New-York. Cette balance, ils la transportent à leurs créanciers anglais vis-à-vis desquels ils sont endettés pour l'excès des marchandises importées d'Angleterre. En d'autres termes, les créanciers anglais reçoivent

les effets tirés pour compte américain, et les Américains sont obligés d'en envoyer le montant en or aux Anglais. Ceci n'est qu'un exemple. Si le cas que nous avons cité en particulier ne se produit pas exactement de cette façon, les choses ne s'en passeront pas moins de la même manière dans beaucoup d'autres circonstances. Le fait que les importations d'Angleterre excèdent ses exportations, n'invalide pas la proposition que nous mettons en avant. L'Angleterre achète et vend à presque tous les pays du monde. Parmi les pays étrangers, A peut importer de B, mais exporter à C. Si B et C ne sont pas en rapports constants d'affaires, A ne pourra pas payer B en lui donnant une délégation sur C. Mais il arrive que A, B et C sont en relations d'affaires avec l'Angleterre. A peut alors payer B en lui déléguant sur l'Angleterre des droits que lui-même a reçus en payement de C ; ou plus simplement, C tire sur l'Angleterre et remet à A sa traite en payement; A la passe à B, et comme B est en rapports constants avec l'Angleterre, il peut facilement en tirer parti.

On peut éclaircir également la proposition inverse, qui est celle-ci : Quand entre deux pays un échange constant existe de marchandises exportées et importées, un change est bien vite

établi, et les transactions peuvent se régler sans l'intervention de l'Angleterre. C'est ce qui est arrivé pour Java et la Hollande, pour New-York et Brême, pour Rio de Janeiro et Hambourg. Il y a quelques années, l'Allemagne était, pour ses exportations, beaucoup plus en arrière de l'Angleterre qu'à présent. Les marchands de New-York, qui expédiaient du tabac ou d'autres produits à Brême, se payaient en tirant pour le compte de Brême des effets sur l'Angleterre. Brême, à son tour, liquidait l'opération en achetant, pour les remettre en Angleterre, les effets tirés par les vendeurs de bétail de Holstein ou par les exporteurs de beurre des Pays-Bas. Aujourd'hui, les choses ont changé de face. Comme il y a beaucoup de produits manufacturés expédiés d'Allemagne aux États-Unis, on trouve toujours à New-York des acheteurs de traites sur Brême directement; ce qui veut dire simplement que le coton et le tabac embarqués en Amérique servent à payer les produits allemands, et que l'on n'a plus besoin d'intermédiaire pour se liquider. On peut se demander alors ce que deviennent les traites des marchands de bétail et de beurre qui sont par suite devenues sans emploi. Ces traites sont toujours remises à Brême et renvoyées en Angleterre, mais en règle-

ment d'autres affaires. Des rapports mutuels et constants d'affaires n'existent pas encore entre l'Allemagne et Bombay. Bombay ne prend encore que peu de choses en Allemagne ; la grande masse de ses achats se fait en Angleterre. Il en résulte que les négociants de Bombay, trouvant peu d'acheteurs pour les traites sur Brême, tirent encore sur Londres pour compte allemand, afin de se rembourser du prix du coton qu'ils envoient directement au continent. Leur opération se résout à ceci : ils invitent leurs créanciers anglais à se faire payer par leurs débiteurs allemands. Les Allemands sont donc toujours dans la nécessité d'acheter des effets sur l'Angleterre, comme étant la meilleure manière d'effectuer entre les mains des négociants anglais les payements que leurs créanciers de Bombay les ont chargés de faire. Une très grande quantité de lettres de change en circulation, on le voit quand on fait une étude attentive, effectuent des règlements de cette nature, c'est-à-dire des règlements indirects et par intermédiaires, et non pas directs, règlements dans lesquels Londres apparaît comme le *Clearing-house* du monde entier chargé de liquider les opérations internationales.

Il nous reste à examiner ceux des effets étran-

gers qui ne représentent ni une liquidation ni une dette, effets qu'en langue technique on appelle effets tirés en blanc. Ce n'est pas un moyen pour l'accepteur de payer une dette, c'est, au contraire, un moyen pour le tireur d'en contracter une. Le rôle que ces sortes d'effets jouent dans la question des changes est très considérable et demande une étude attentive. Un grand nombre de ces effets ressemblent beaucoup à ce que dans les affaires intérieures on appelle des billets de complaisance. Ils peuvent être tirés par des négociants d'un pays sur des négociants ou des banquiers d'un autre pays, afin de procurer aux tireurs l'usage des fonds provenant de la négociation, pendant le temps que les effets ont à courir. L'acheteur des effets est alors dans la même situation que l'escompteur d'un billet de complaisance. Les opérations de ce genre peuvent être indéfiniment renouvelées de la même manière, mais avec plus de facilité que s'il s'agissait simplement d'un billet de complaisance.

Il y a, toutefois, une autre fonction remplie par ces sortes de lettres de change en blanc qui ne représentent aucune affaire faite : cette fonction n'est guère comprise par le public, et pourtant elle a, dans bien des cas, une importance particulière et une utilité très grande.

Il est très possible et il est même probable que les importations et les exportations d'un pays ne s'effectuent pas aux mêmes époques de l'année. En conséquence, les saisons où nos importations doivent être réglées ne coïncident pas exactement avec les saisons où les pays étrangers ont à régler le payement de nos exportations. Si, par exemple, il s'agit d'un pays exclusivement producteur de blé, les sommes à recevoir des pays étrangers rentreront à partir de la fin de la récolte, quand les cargaisons de blé commenceront à être expédiées. Il y aura à ce moment des effets tirés en remboursement de ces cargaisons sur les pays auxquels elles auront été adressées. D'un autre côté, le pays exporteur de blé a importé de l'autre pays des produits manufacturés, pendant tout le cours de l'année, et les importeurs ont eu besoin d'effets sur l'étranger pour faire des remises longtemps avant que les effets pour le blé aient pu être tirés et soient devenus négociables. Si aucun expédient n'avait pu être imaginé, les importeurs auraient dû, avant l'époque de la moisson, envoyer de l'or au dehors pour payer leurs achats, et, plus tard, les exporteurs de blé, ne pouvant plus trouver à vendre leurs lettres de change, auraient été obligés de recevoir en or, de l'étranger, l'équiva-

lent de leur exportation. De cette façon, le risque, la dépense, la gène dans la circulation, qui sont la conséquence des transports répétés de numéraire, auraient été supportés deux fois, parce que les exportations et les importations du pays n'auraient pas été effectuées aux mêmes époques.

Pour parer à cette difficulté, les banquiers d'un pays font des traites sur les banquiers de l'autre pays, à un moment où l'on ne peut pas trouver à acheter d'effets représentant une opération commerciale réelle, et ils liquident plus tard les engagements qu'ils ont pris vis-à-vis des accepteurs à découvert de leurs effets, en achetant, pour les leur remettre, les effets tirés contre les marchandises exportées, aussitôt que ces marchandises sont embarquées et qu'elles peuvent donner lieu à une traite. Par là, les importeurs sont mis à même de se procurer des effets sur des maisons de banque dans un moment où autrement ils n'auraient pas pu trouver d'effets du tout; et, plus tard, les exporteurs vendent aux mêmes banquiers des effets à un moment où ceux-ci n'auraient pas pu trouver d'effets, puisque les importations auraient déjà été réglées. Il y a des maisons d'exportation qui cherchent quelquefois et obtiennent le même résultat, en demandant à ceux auxquels

elles ont vendu ou consigné des cargaisons, l'autorisation de tirer par anticipation pour la valeur des marchandises avant que l'expédition en soit faite. C'est ainsi qu'on peut vendre des effets au moment où il se produit des demandes et quand le commerce d'importation peut les acheter à prime, au lieu d'attendre le jour où la masse des exportations s'opère, et où, par suite de la quantité des effets à tirer, on ne peut plus en obtenir qu'un prix inférieur. On s'est plaint vivement en Cour de Banqueroute et ailleurs, là où l'utilité de ces sortes de transactions n'a pas été clairement entrevue, du système des traites en blanc, ou, en d'autres termes, du système consistant à créer des lettres de change qui ne représentent ni une dette existante ni un règlement de compte. La raison de ces plaintes est sans doute qu'il est facile de confondre ces sortes d'effets avec les billets de complaisance.

Il est vrai de dire que toutes les fois que l'existence de ces crédits à découvert a été révélée au public, c'était après quelque catastrophe et à la suite d'affaires dans lesquelles le commerce de ces effets avait été entrepris uniquement pour se procurer un capital fictif. On a pu voir, pourtant, que les crédits à découvert peuvent être

d'un usage utile, qu'ils sont même nécessaires, et qu'il faut seulement les surveiller d'un œil attentif et soupçonneux. Les personnes qui ne sont pas versées dans la connaissance des nombreux détails de la banque internationale, comprendront difficilement comment on peut distinguer des lettres de change représentant une confiance mutuelle et créées dans le but de procurer un capital fictif pour le temps que les effets auront à courir, de celles qui ont été créées par anticipation d'une affaire réelle, et pour franchir l'intervalle qui sépare la saison des importations de celle des exportations. Et, cependant, il est possible de faire jusqu'à un certain point la distinction, de même que les établissements qui font l'escompte peuvent distinguer, dans les effets intérieurs, les légitimes et les fictifs. Le système ne peut pas être condamné parce qu'on en a souvent abusé, car il n'est pas évident que les inconvénients découlant de l'abus soient plus grands que les avantages qu'on peut retirer de l'usage.

Quant à présent, toutefois, il n'est pas nécessaire de s'enquérir des avantages ou des inconvénients des effets tirés à découvert. Nous avions seulement à en faire mention dans le nombre de ceux qui forment le total des effets étrangers en

circulation, parce qu'ils jouent un rôle important au point de vue des changes.

Les variations de prix des effets étrangers, dont l'étude constitue la matière réelle de tout traité sur les changes, ne peuvent être bien comprises que si l'on a acquis une connaissance suffisamment exacte de la nature et du caractère des effets en eux-mêmes et des différentes catégories dans lesquelles on peut les classer. Les chapitres précédents ont, en conséquence, été consacrés d'abord à une étude élémentaire sur la nature des affaires auxquelles les effets étrangers doivent leur origine, puis à une analyse plus détaillée des engagements internationaux représentés, comme nous l'avons fait voir, par lesdits effets, et, enfin, à une classification de ces effets une fois qu'ils sont tirés. Nous avons, pour ainsi dire, examiné le matériel et l'outillage; nous sommes maintenant en mesure d'étudier les opérations elles-mêmes.

CHAPITRE IV

ÉNUMÉRATION DES DIVERS ÉLÉMENTS DE VALEUR QUI DÉTERMINENT LES VARIATIONS DE PRIX DES EFFETS SUR L'ÉTRANGER.

Lorsqu'il s'établit un courant d'affaires de change avec l'étranger et qué des opérations se règlent entre les différents pays, il se produit dans la valeur des effets étrangers des changements qui en font varier constamment le prix. La vente et l'achat de ces effets ne représentent, en fin de compte, qu'un simple transfert de dettes, ce qui à première vue semble exclure l'idée d'une variation dans les prix, et cependant les fluctuations ne s'arrêtent jamais. L'énumération des divers éléments de valeur qui déterminent ces différences de prix est l'objet de cette seconde partie de notre étude. Cette énumération n'est pas impossible, car, si les cas particuliers suggèrent dans la pratique autant d'explications spéciales de la variation des prix, tous les cas sont néanmoins soumis à des lois générales bien définies, et susceptibles d'être analysées scientifiquement.

La différence première qui existe dans la valeur des effets a, comme nous l'avons déjà fait remarquer, sa source dans les faits suivants : ou bien le montant des droits à exercer d'un pays sur un autre excède le montant des engagements souscrits par ce même pays, ou bien c'est le contraire, le montant des créances restant au-dessous des engagements.

Dans le premier cas, ceux qui ont des traites à tirer (que pour plus de concision nous appellerons les exporteurs, quoiqu'il faille y ajouter tous ceux qui ont à exercer des reprises quelconques sur les étrangers), les exporteurs donc, ne trouveront pas assez d'acheteurs pour leurs traites ; car ceux-là seuls qui ont des dettes au dehors à liquider achèteront lesdits effets, et notre hypothèse consiste justement à supposer que les dettes s'élèvent à un chiffre moindre que les créances. Les exporteurs seront donc en concurrence pour la vente de leurs traites, et ils accepteront une somme plus faible que celle représentée par le *pair*, c'est-à-dire qu'ils vendront à perte. Dans le cas contraire, les importeurs, ceux qui ont pris des engagements vis-à-vis de l'étranger, et qui, d'après notre seconde hypothèse, ont plus de remises à faire que les exporteurs ne peuvent en fournir, ces im-

porteurs, disons-nous, se presseront l'un l'autre aussitôt qu'ils verront un effet en vente et payeront une prime pour se l'assurer. Dans les deux cas, ce que les exporteurs et les importeurs cherchent à éviter, c'est le transport du numéraire et tous les sacrifices accessoires que ce transport entraîne et que nous avons mentionnés plus haut. L'étendue de la prime ou de la perte qui peut se produire est donc déterminée par l'étendue même de ces sacrifices.

Supposons que les importeurs prévoient que les effets qu'ils peuvent se procurer sont insuffisants pour tous les payements qu'ils ont à faire. Ils en concluent qu'ils auront à remettre une balance en numéraire; aussitôt, pour éviter que cette nécessité ne tombe sur lui, chacun se hâtera d'offrir une petite prime à ceux qui peuvent tirer des traites, espérant, par un léger sacrifice, se garantir de la plus grande perte en fret, assurances et intérêts, qui suit toujours un envoi d'espèces. La prime peut s'élever assez haut pour atteindre presque à la limite de cette dépense ou de cette perte; elle peut même arriver à l'atteindre tout à fait, parce que, même en supposant la prime payée sur l'effet exactement égale à la dépense d'une expédition de numéraire, il est néanmoins

encore plus commode d'envoyer des effets que d'envoyer de l'or. Au delà de ce point, la balance du commerce ne peut faire élever la prime. De même, en sens inverse, la perte à laquelle sont négociés les effets ne peut jamais être plus grande que la somme des sacrifices à supporter par les exporteurs si, ne pouvant pas vendre de traites, ils étaient obligés de donner l'ordre à leurs débiteurs étrangers de leur envoyer du numéraire. Toutefois il serait, dans ce cas, important de considérer l'époque à laquelle les payements doivent être effectués. Aussi longtemps que les exporteurs peuvent trouver des acheteurs pour leurs effets, ils se trouvent par cela même remboursés; mais quand ils ne peuvent plus du tout disposer de leurs papiers, ils ne sont plus payés de la valeur des marchandises exportées qu'à l'arrivée de l'or expédié en échange.

En conséquence de ce que nous venons de dire, tout individu qui a des traites à négocier se soumettra à faire un sacrifice sur le produit de ses traites, pour pouvoir les placer avant que la demande en soit épuisée et avant qu'un cours en perte soit établi. Mais la perte ne dépassera pas le montant des sacrifices dont nous avons parlé, et que chacun peut évaluer. Le résultat de toutes

ces opérations différentes devient parfaitement intelligible quand on peut l'exprimer en chiffres réels, et surtout quand on peut trouver un exemple où le pair des effets d'une place sur une autre n'est pas environné des obscurités et des complications que fait naître une différence dans la nature de la monnaie. La Nouvelle-Orléans et New-York fournissaient un exemple de ce genre avant la guerre, à une époque où leur circulation respective n'avait pas été troublée et comme divisée par des émissions indépendantes les unes des autres de papier-monnaie inconvertible.

Si, à un moment donné et dans l'hypothèse d'une monnaie identique, le montant des effets sur New-York offerts sur le marché de la Nouvelle-Orléans, était équivalent à celui des remises nécessaires au payement des dettes contractées vis-à-vis de New-York, c'est-à-dire si les engagements réciproques des deux villes étaient dans un état d'équilibre, il arrivait alors que le prix d'un effet de 100 dollars payable à vue à New-York, était exactement de 100 dollars. Nous devons encore, n'étant pas plus avancé dans notre étude, laisser de côté la différence des échéances et les questions d'intérêt qui en découlent. Néanmoins, si l'on prévoyait que les sommes dues à la

ville de New-York pouvaient être plus considérables que le montant des traites à faire pour les créances de la Nouvelle-Orléans, au fur et à mesure que le fait devenait plus évident, les personnes obligées de faire des remises s'empressaient de payer une petite prime aux tireurs pour avoir leurs traites et leur donnaient, par exemple pour un effet de 100 dollars, 100 dollars d'abord, et 1 demi-dollar en plus, par la crainte d'être forcées d'envoyer de l'or, si elles ne s'assuraient pas la possession des effets ; car, si elles avaient dû envoyer de l'or, le fret et les assurances leur auraient coûté 1 dollar et demi par chaque expédition de 100 dollars. Plus il devenait évident que la quantité des traites en circulation était insuffisante, cette quantité allant effectivement en diminuant, et plus la prime montait, la hausse ne devant s'arrêter sûrement que lorsque les vendeurs auraient été en mesure de réaliser un bénéfice de 1 dollar et demi environ. La prime une fois arrivée à ce taux était évidemment si forte qu'il devenait indifférent d'acheter des traites ou d'envoyer de l'or, si l'on avait des remises à effectuer. Les uns auraient expédié du numéraire, les autres auraient acheté des effets, et l'excédent à couvrir aurait diminué graduellement au fur et à mesure

des envois de numéraire. Les exporteurs, moins sollicités pour leurs effets, se seraient bientôt aperçus d'un changement dans la situation, et, pour s'assurer un bénéfice avant que toutes les demandes eussent été satisfaites, ils auraient pu se contenter d'une prime moins élevée. Il en serait résulté une baisse dans le prix des effets, et cette baisse aurait continué jusqu'à ce que le change retombât au pair ou même descendit au-dessous du pair.

Nous avons examiné un cas; mais le cas contraire aurait pu se produire, s'il y avait eu, à un moment donné, plus d'effets qu'il n'en fallait pour satisfaire les besoins de ceux qui pouvaient les acheter. Les tireurs auraient compris qu'il pouvait y avoir à supporter une charge supplémentaire dont ils auraient eu à grever leurs exportations, pour les envois en numéraire qu'ils auraient été dans le cas de se faire expédier de New-York, et ils auraient été disposés de vendre à perte longtemps avant que cet état fâcheux ne se fût réalisé. La perte toutefois n'aurait pas excédé les frais d'une expédition de numéraire, frais qui, dans notre supposition, s'élevaient à 1 et demi pour 100.

Il résulte clairement de ce que nous venons de

dire que les changes, pourvu qu'il s'agisse d'effets à vue formulés dans une monnaie identique, ont des variations contenues dans des limites qui sont en hausse, le pair, plus les frais de transmission du numéraire, et en baisse, le pair, moins ces mêmes frais. Le cours des changes touche rarement, dans la pratique, l'une ou l'autre de ces limites; il flotte entre les deux, parce que, avant que les points extrêmes ne soient atteints, on prend des mesures et l'on combine des opérations qui font naître une réaction dans un sens opposé. Il y a des cas, pourtant, où les changes baissent et montent beaucoup au delà du pair des espèces; et comme la cause de ces écarts n'est point dans les faits que nous avons analysés, c'est-à-dire dans un état favorable ou défavorable de la balance d'un pays déterminé, nous devons nous efforcer de la découvrir ailleurs. Nous en avons un exemple dans les faits qui se sont passés pendant les premiers mois de 1861, lorsque, par suite des appréhensions croissantes de guerre civile aux États-Unis, il s'est produit sur les changes américains des variations qui se sont écartées considérablement du pair des espèces.

La balance du commerce avait été extrêmement favorable à l'Amérique. Une exportation

très considérable de blé et de farine s'étant produite au moment où des inquiétudes politiques amenaient une diminution dans les importations, il en était résulté un ensemble de créances à recouvrer sur les nations étrangères, qui dépassait le montant des engagements pris en faveur de ces mêmes nations. Les changes devaient naturellement descendre au pair des espèces, mais, en fait, ils descendirent beaucoup au-dessous de cette limite; comment cela pouvait-il être?

Il faut en chercher la raison dans la nécessité particulière où se trouvaient les exportateurs de vendre leurs effets à quelque prix que ce fût. C'était une question de temps. On sacrifiait 3 ou 4 pour 100 pour s'assurer la rentrée immédiate des effets sur l'Angleterre, au lieu d'attendre l'envoi des retours en or. L'exportateur avait deux voies ouvertes: il pouvait vendre ses billets au meilleur prix possible, ou les envoyer lui-même en Europe pour les faire encaisser par son correspondant et s'en faire expédier le montant en or. Quoique la seconde voie fût la moins chère, il adoptait pourtant la première, parce qu'il avait un besoin immédiat de ses fonds, ou parce qu'il croyait, sous l'influence de la panique, en avoir un besoin immédiat.

Dans des circonstances ordinaires, les capitalistes se seraient fait concurrence pour acheter des effets offerts d'urgence par ceux qui voulaient les vendre. Après les avoir achetés, ils les auraient envoyés en Europe pour leur propre compte, et se seraient assuré le bénéfice de l'écart entre le bas prix des effets et leur valeur en espèces ; cela veut dire qu'ils auraient acheté à un taux de perte et beaucoup au-dessous du pair des espèces, afin de réaliser ensuite, au moins, la valeur des espèces ; nous avons vu que la valeur des espèces veut dire la valeur au pair, déduction faite des frais de remise en numéraire. Mais, quand il se produit une panique dans les affaires, les capitalistes ne se lancent pas volontiers dans une spéculation qui les empêche de disposer de leurs fonds pendant des semaines jusqu'au moment de l'arrivée du numéraire en retour. Ils peuvent se figurer que, dans cet intervalle, le taux de l'intérêt montera assez haut pour absorber les profits sur lesquels ils avaient pu compter. Supposons, par exemple, qu'ils eussent compté sur un bénéfice net de 1 1/2 pour 100 sur le change. Dans leur calcul, ils auront fait entrer l'intérêt à perdre depuis le jour où ils auront payé en espèces le tireur de l'effet, jusqu'au jour où ils recevront l'or en retour. Le montant de l'in-

térêt, pendant cette période de temps, supposée d'un mois, peut avoir été calculé à 6 pour 100 par an, soit 1/2 pour 100 pour un mois. Si le taux de l'intérêt monte tout d'un coup à 24 pour 100 par an, ils auront à payer 2 pour 100 pour remplacer, pendant ce dit mois, la portion de leur capital, qui fait le voyage d'Europe, aller et retour; c'est 1 1/2 pour 100 de plus qu'ils n'avaient cru, et comme ce 1 1/2 pour 100 était tout le profit sur lequel ils avaient compté, ils n'auront rien gagné sur leur affaire de change. Nous pouvons donc conclure de ce qui précède que l'état d'un marché où l'argent se resserre, comme l'on dit, a sur les changes une action matérielle. Les vendeurs sont portés à forcer les ventes, et les acheteurs ont une répugnance à acheter, s'ils ne sont pas obligés de faire des remises. L'effet ne serait pourtant pas aussi énergique si les transactions internationales étaient dans un état d'équilibre, car il y aurait, sous le coup de l'urgence, autant d'acheteurs que de vendeurs; la cherté de l'argent pourrait seulement avoir pour résultat d'engager les acheteurs à différer leurs remises jusqu'au dernier moment, tandis que les vendeurs seraient désireux de les voir avancer. Mais on sentirait toute l'énergie du mouvement, si le pays dans lequel nous suppo-

sons que l'argent est cher ou que la panique existe, avait plus exporté qu'il n'avait importé; il y aurait évidemment de l'or à faire venir, à un moment où personne ne voudrait attendre jusqu'au moment de l'arrivée du numéraire. Il est très rare qu'une situation pareille se produise en fait, car les capitaux sont en général tout particulièrement abondants dans les pays qui ont moins demandé aux autres et qui leur ont plus donné.

On peut assigner encore d'autres causes aux fluctuations dans le taux des changes. Nous avons jusqu'ici, afin de faire comprendre clairement les principes fondamentaux, considéré toutes les traites comme si elles étaient payables à vue; mais, dans la pratique, l'immense majorité des effets sont payables à des époques diverses, à partir de la date de leur création ou de la première présentation aux accepteurs, ce qui se traduit par ces mots : « payables à tant de jours de date » ou « à tant de jours de vue ». Il en résulte, dans leur valeur, l'introduction de deux nouveaux éléments, tous deux de nature à affecter le taux du change : le premier provenant de la déduction qu'il faut faire sur le prix, parce que l'effet qu'on achète avec de l'argent comptant n'est payable qu'au bout d'un certain temps; le second consistant

dans la confiance de l'acheteur de l'effet, que le tireur et l'accepteur continueront à être solvables jusqu'au moment où l'effet viendra à échéance. De sorte que l'état du crédit dans les deux pays et le taux de l'intérêt dans le pays sur lequel l'effet est tiré, deviennent ainsi des éléments déterminatifs du taux des changes.

Nous avons montré que l'état du marché financier dans le pays d'où l'effet est tiré, affecte les changes parce qu'il rend le vendeur plus pressé et l'acheteur plus hésitant; et comme il faut que ce soit l'un ou l'autre, du vendeur ou de l'acheteur, qui perde l'intérêt jusqu'au moment où le produit des effets reviendra dans leurs mains, cette perte d'intérêt doit être calculée au taux courant chez eux, sur leur propre marché. Mais, quand les effets, qui sont l'objet de la transaction, ne sont pas payables à vue, l'acheteur doit considérer, en outre, quel est le taux de l'intérêt dans le pays sur lequel les effets sont tirés. S'il doit de l'argent au dehors, il en paiera l'intérêt à son créancier étranger au taux de l'étranger, et cet intérêt ne cessera de courir qu'à partir du jour où les remises deviendront exigibles. Par conséquent, l'acheteur devra faire entrer dans son compte une différence de deux mois d'intérêt au taux courant

à l'étranger, suivant que la remise achetée par lui est tirée payable à vue ou à soixante jours après son arrivée. Si l'intérêt à l'étranger est en hausse, il devra insister pour payer moins cher l'effet à soixante jours, tandis que, si l'intérêt est en baisse, il pourra offrir de payer plus cher; une réduction de prix doit être consentie plus forte dans le premier cas que dans le second. Lorsque des capitalistes achètent des effets dans un temps de crise pour les envoyer au dehors et les faire convertir en or, ils ont à supporter l'escompte des effets longs, payé pour leur compte par leurs correspondants étrangers, et ils ont à prélever sur leurs profits le montant de cet escompte. S'ils craignent un intérêt élevé dans le pays sur lequel les effets sont tirés, ils payeront les effets d'autant moins cher; s'ils prévoient, au contraire, un intérêt plus bas, ils les payeront d'autant plus cher. Les capitalistes de New-York qui ont laissé tomber le prix des effets sur l'Angleterre à 3 et 4 pour 100 au-dessous du pair des espèces, étaient évidemment sous l'influence d'un doute naturel, quant au prix qu'on pourrait leur prendre en Angleterre pour l'escompte de leurs remises à soixante jours.

Le cours des changes, pour tous autres effets que les effets à vue, ne subit pas dans sa valeur

d'influence plus constante et plus efficace que le taux de l'intérêt dans le pays sur lequel les effets sont tirés. Les fluctuations du prix des effets à vue sont limitées jusqu'à un certain point par ce que nous avons appelé le pair des espèces ; le prix peut bien, pour un moment, descendre au-dessous de cette limite ou s'élever au-dessus, mais de pareils écarts ne peuvent se produire, il faut le remarquer, qu'entre pays situés à une distance considérable l'un de l'autre, parce que dans ce cas, on ne peut pas expédier d'espèces ou en faire venir avec rapidité ; encore faut-il que le retour immédiat soit d'un intérêt absolu, ce qui, en somme, n'arrive que dans des circonstances très extraordinaires.

Les fluctuations dans le prix des effets longs n'ont, au contraire, aucune limite, parce qu'elles correspondent, d'une part, aux fluctuations de la valeur de l'argent dans le pays qui accepte, et parce qu'elles peuvent tenir, d'autre part, aux craintes qu'on peut avoir sur la solidité des signataires des effets. L'influence sur les changes étrangers de la valeur de l'argent, ou plutôt de toutes les variations dans le taux courant de l'escompte, est un fait d'une extrême importance et que nous examinerons plus loin avec quelques détails. Quant à

l'action sur la valeur des effets et, par conséquent, sur le taux du change auquel ces effets sont vendus, de la solvabilité et du crédit du tireur aussi bien que de l'accepteur, cette action n'a pas besoin d'être beaucoup élucidée. Les signatures de premier ordre sont, pour employer le langage technique, « faites au meilleur change ». Le prix qu'on donne pour un billet à 60 jours de vue sur l'étranger, tiré par un négociant dont la position est hors de doute. est plus élevé que celui qu'on consent à payer pour un effet sur la même place, dont la signature est de second ordre. Les acheteurs d'effets peuvent être induits, par une concession sur le prix, à prendre un article présentant une sécurité moindre; il faut leur abandonner quelque chose par contre d'un risque plus grand. Le crédit est un élément fort important à considérer dans le cours des changes; et c'est un fait si notoire parmi ceux qui sont engagés dans le commerce international, que le prix auquel une maison d'exportation peut vendre ses lettres de change, est considéré comme un indice infaillible du crédit dont cette maison jouit dans son entourage. Ainsi, le crédit fait des différences dans la valeur des effets sur l'étranger, quand même il s'agit d'effets tirés à la même date; et c'est ce qui

rend difficile de donner une note exacte et définie du prix des effets à long terme. Dans les temps de paniques commerciales ou d'agitation, l'action produite sur les changes par l'état du crédit est générale et amène la baisse dans le prix de tous les effets. Dans le cas de l'Amérique, auquel nous avons fait allusion tout à l'heure, les acheteurs d'effets se sont vus, sans aucun doute, obligés de stipuler à leur profit des indemnités, sous forme d'un escompte considérable, pour les risques qu'ils croyaient courir; les effets pouvaient ne pas être acceptés du tout, à cause de la baisse énorme survenue dans la valeur des marchandises contre lesquelles ils avaient été tirés; et les tireurs, sur lesquels les acheteurs auraient eu à revenir pour se faire rembourser, auraient pu manquer dans l'intervalle; ou bien, si les effets avaient été acceptés, ils pouvaient ne pas être payés à l'échéance, à cause des difficultés dans lesquelles on pouvait croire que se trouveraient toutes les maisons en rapport avec l'Amérique.

Il en est de même quand toute une nation tombe en discrédit; il est difficile de vendre des effets sur cette nation, et l'on doit faire, en conséquence, de grandes concessions. On sent qu'il y a peu de confiance à mettre dans l'accepteur. L'acheteur

n'a de sécurité que du côté du tireur, et non pas, comme c'est ordinairement le cas, du côté du tireur et de l'accepteur tout ensemble. Toutefois, cet argument ne peut pas être poussé trop loin ; car, en général, quand un pays tombe en discrédit, il y a beaucoup d'autres causes qui agissent pour faire baisser la valeur des effets sur ce pays ; et il n'est pas facile de déterminer quelle est l'influence respective de ces différentes causes. Que faut-il attribuer, par exemple, à ce qu'on appelle une balance du commerce défavorable et à des engagements excessifs ? que faut-il attribuer à la perte du crédit, et que faut-il attribuer à un autre élément de la valeur qu'il nous reste à examiner, la dépréciation de l'agent de la circulation ?

On se rappelle que la base des règlements en lettres de change est le payement d'une somme d'argent dans un endroit, dans le but de recevoir l'équivalent de cette somme dans un autre endroit. L'achat d'un effet sur la France n'est pas autre chose que le payement d'un certain nombre de livres sterling fait à un négociant en relations d'affaires avec la France, afin d'obtenir en échange la cession d'une valeur égale sur un négociant français. Jusqu'ici tout ce que nous avons dit s'applique également à tous les pays. Les prin-

cipes que nous avons étudiés existeraient et seraient constamment en action, quand même un agent unique de la circulation aurait été universellement adopté, et si les calculs, rendus obscurs par la réduction des francs en florins et des dollars en roubles, avaient cessé d'être nécessaires. Mais nous avons maintenant à compter avec ce fait que, si l'on donne une somme à Londres en échange de la même somme à Vienne ou à Saint-Pétersbourg, il est extrêmement difficile de déterminer ce qu'on peut appeler la valeur au pair. Quand la circulation se fait en or dans les deux pays, le calcul est comparativement aisé, quoique le problème devienne quelque peu compliqué, s'il existe une large circulation de papier parallèlement avec celle de l'or. Entre deux pays dont l'un a l'or et l'autre l'argent pour agent de la circulation, la comparaison devient encore plus compliquée ; et si, dans l'un ou l'autre des deux pays, il existe une circulation de papier illimitée ou inconvertible, il faut désespérer tout à fait d'arriver à des résultats dignes de quelque confiance.

Étant données 100 livres sterling à Londres, quelle est la valeur de ces 100 livres à Vienne ? quelles sont les lois qui gouverneront les changes dans ce cas ? Si nous voulons appliquer expéri-

mentalement les principes que nous venons d'examiner, il nous semble que ces principes s'évanouissent. Les fluctuations dans le prix des effets étrangers nous ont paru, jusqu'ici, renfermées dans de certaines limites et soumises dans ces limites aux lois ordinaires de l'offre et de la demande, sans que la hausse ou que la baisse pût dépasser les bornes que nous avons indiquées, si ce n'est sous l'empire de circonstances extraordinaires. Si les tireurs étaient plus nombreux que ceux qui ont des remises à faire, c'est-à-dire si les créanciers d'un pays quelconque étaient plus nombreux que ses débiteurs, nous avons vu qu'il serait difficile de vendre des effets et que les vendeurs auraient un sacrifice à faire. Dans l'hypothèse contraire, ce sont les acheteurs qui sont mis à l'amende d'une prime ; mais, dans l'un comme dans l'autre cas, le sacrifice ne peut pas matériellement dépasser la perte qui pourrait provenir d'un transport direct ou indirect de numéraire. Si celui qui a de l'argent à réclamer du dehors ne peut pas tirer et vendre sa traite avec avantage pour le montant de sa créance, plutôt que de subir une perte qui dépasserait les limites que nous avons déterminées, il donnera l'ordre à son débiteur étranger de lui envoyer de l'or, et réci-

proquement, si celui qui doit de l'argent à des négociants au dehors ne peut pas acheter d'effets sans perdre plus qu'il n'aurait à dépenser pour expédier du numéraire, il adoptera naturellement ce dernier mode de payement. Mais, dans l'un ou l'autre de ces deux cas, que doit-on faire si le pays sur lequel nous supposons que les effets doivent être tirés possède une circulation illimitée de papier ne représentant en aucune façon du numéraire? que fera-t-on, si le numéraire ne peut y être obtenu que moyennant une prime énorme ou si l'exportation du numéraire est complètement prohibée ou si la loi défend de donner ou de prendre une prime quelconque sur l'or? Il paraît, au premier abord, évident que les limites dans lesquelles nous avons tout à l'heure renfermé les fluctuations des changes doivent être, pour la plupart de ces hypothèses, complètement déplacées. Si le créancier d'un tel pays n'a plus l'alternative de recevoir de l'or en payement de sa créance, il n'y a plus d'autre limite au sacrifice qu'il peut être forcé de faire pour vendre son effet, que dans la concurrence de ceux qui peuvent être obligés de l'acheter; et semblablement, si les débiteurs étrangers sont plus nombreux que les créanciers étrangers, ce qui est, d'ailleurs, improbable pour un pays dont la circu-

lation est dépréciée, si la demande d'effets sur ce pays dépasse la quantité des offres, les débiteurs auront à payer le prix que demanderont les vendeurs d'effets, ce prix ne semblant pas avoir d'autre limite que la concurrence des vendeurs; car nous avons supposé que les débiteurs sont privés de l'alternative de se libérer par des remises en espèces, puisque l'or, malgré l'augmentation de sa valeur, qui est, comme la valeur de toute autre chose, la conséquence d'une dépréciation de la circulation, ne peut pas obtenir dans ce pays, par suite des prohibitions de la loi, sa prime légitime.

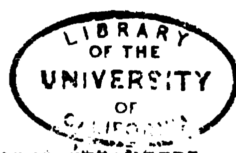
Toutefois, en examinant les choses de plus près, on trouve une sorte de limitation qui agit, après tout, d'une façon analogue à celle que nous avons déjà signalée : et il est possible de déterminer cette limitation dans le cas dont nous avons parlé, qui est celui d'un pays où la circulation est dépréciée, mais où la prime sur l'or est régulièrement établie et n'est pas restreinte par des moyens artificiels. Dans ce cas, nous croyons ne pas nous éloigner de la vérité en disant qu'il faut ajouter à la prime qui est due à l'or, par suite de la dépréciation de l'agent de circulation, les dépenses qui incombent aux créanciers de ce pays pour en-

voyer chercher l'or et se faire rembourser en numéraire, au lieu de vendre des effets. Dans le cas inverse, où il s'agit des débiteurs, au lieu de faire cette addition, nous ferons la soustraction correspondante. Si les débiteurs, au lieu de payer des prix extravagants pour les effets qu'ils désirent acheter afin de faire des remises, s'imposent la dépense d'une expédition de numéraire, la prime qu'ils obtiendront dans le pays où ils envoient ce numéraire viendra naturellement en déduction des dépenses qu'ils auront eu à subir; cela leur donnera un grand avantage sur les vendeurs, ou, en d'autres termes, sur les créanciers du pays dont il s'agit.

Quand on considère les circonstances diverses que nous étudions alternativement aux deux points de vue opposés et du tireur et de l'acheteur de l'effet, on complique évidemment le cours de la discussion; mais il est impossible de se soustraire entièrement à la nécessité de cette complication. Si, en examinant un cas, nous nous plaçons seulement à l'un des deux points de vue, il est tout à fait désirable pour le lecteur qu'il se pose clairement à lui-même la proposition inverse, et qu'il considère les résultats du point de vue opposé. Quand nous avançons ce fait : que les

fluctuations dans le prix des effets ne sont pas uniquement gouvernées, dans un pays où la circulation est dépréciée, par tous les éléments de valeur que nous avons examinés tout à l'heure, et quand nous ajoutons que ces fluctuations sont influencées dans une proportion plus grande encore par la prime sur le numéraire comparé avec l'agent déprécié de la circulation, nous mettons en évidence le résultat final plutôt que la marche suivie pour arriver à ce résultat, la limite dernière plutôt que le développement graduel de notre raisonnement. Nous arriverions aux mêmes conclusions par les raisonnements qui vont suivre, en mettant en lumière la dépréciation du papier circulant plutôt que la prime du numéraire, ce qui en fait, est, après tout, à peu près la même chose.

L'idée de la prime sur le numéraire se comprend en théorie plus aisément et plus clairement; mais la dépréciation du papier qui le remplace, ou sa moindre puissance d'acquisition saute plus aux yeux dans la pratique. En effet, dans un pays où il y a une très grande circulation de papier inconvertible, les métaux précieux ont une tendance à abandonner leur si importante fonction d'agent de la circulation pour faire apparaître davantage leur caractère de marchandise comme toute



autre. Comme un autre agent de la circulation existe, auquel ils ne sont en aucune façon identiques, les métaux précieux cessent de constituer l'étalon de la valeur, et deviennent eux-mêmes soumis à un autre étalon ; aussi, lorsque par rapport à ce nouvel étalon, le prix de toutes les marchandises se met à varier, le numéraire subit les mêmes influences que le reste ; et quand, par suite des émissions excessives de papier-monnaie, il survient une hausse générale des prix, le prix de l'or mesuré en papier-monnaie s'élève avec le reste. Si donc on suppose que le gouvernement autrichien déprécie constamment la circulation autrichienne par des émissions de papier-monnaie, on devra en conclure que la valeur de l'or en Autriche doit aller constamment en augmentant, et que 100 souverains anglais vaudront d'autant plus de florins de papier autrichien que la circulation sera plus dépréciée. Ceux qui achèteront un effet sur Vienne demanderont, par suite de cette circonstance, un change correspondant, ceux qui auront des effets sur Vienne à vendre, c'est-à-dire ceux auxquels une certaine somme de florins est due en Autriche, auront à jeter dans la balance d'autant plus de florins, afin d'engager les acheteurs à leur donner de l'or en échange

d'un article déprécié; et la raison en est bien simple : si l'on ne fait pas cette bonification à l'acheteur qui veut faire une remise, cet acheteur aura plus d'avantage à envoyer l'or même. Puisqu'un voyageur anglais en Autriche pourrait, dans de semblables circonstances, obtenir quinze florins au lieu de dix en échange de son souverain, les vendeurs qui donnent des souverains pour des florins, à la Bourse de Londres, réclament un traitement qui leur soit aussi favorable. Nous avons par cette discussion mis en lumière une influence, qui agit sur les fluctuations apparentes des changes étrangers avec une bien plus grande puissance que toutes celles dont nous avons parlé. L'intérêt de l'argent, un excès de dettes sur créances, une panique, la distance et le reste, font bien varier les changes, mais c'est dans une proportion insignifiante; une variation de 10 pour 100, due à toutes ces circonstances combinées, est considérée comme quelque chose de tout à fait extraordinaire et ne se rencontre que dans les cas les plus rares. Mais aussitôt que la dépréciation de la circulation entre comme un des éléments du changement, on peut arriver, comme nous l'avons vu, par exemple, sur le change de Vienne, à des différences de 50 pour 100. C'est ainsi

que les changes russes sont constamment dans un état violent de fluctuation, à cause de l'énorme quantité de papier qui flotte et qui, en réalité, est inconvertible [1].

Mais, dans un certain sens, ces sortes de fluctuations ne sont qu'apparentes, et n'impliquent pas le même gain ni la même perte, ni des différences de valeurs analogues à celles dont nous avons parlé plus haut. Comme la dépréciation de l'agent de la circulation affecte, en général, le prix de toute espèce de choses, les 15 florins reçus par l'Anglais en échange de son souverain ne lui font pas plus de profit que les 10 florins qu'il aurait reçus pour la même somme quelque temps auparavant. Quand les fluctuations étaient uniquement déterminées par la balance du commerce et étaient contenues en hausse et en baisse dans les limites du pair des espèces, l'acheteur s'assurait un avantage immédiat s'il achetait à bon marché, c'est-à-dire s'il obtenait pour son argent une plus grande somme que d'habitude, for-

1. Ce passage a été écrit en 1861 ; de grands changements ont eu lieu depuis cette époque dans les changes autrichiens et russes ; les premiers ont considérablement baissé, et le florin vaut beaucoup plus qu'il y a deux ans ; le rouble russe a même touché le pair. Mais les mesures qu'on avait prises pour ramener la circulation russe au pair des espèces ont échoué, et le rouble papier est aujourd'hui, en fait, inconvertible, comme il l'était quand le passage ci-dessus a été écrit (décembre 1863).

mulée en monnaie étrangère, parce que cette plus grosse somme en monnaie étrangère avait, au moment même où il l'obtenait, une plus grande puissance d'acquisition. Mais si le bon marché des effets est le résultat d'une dépréciation dans la monnaie étrangère, l'acheteur n'a plus d'avantage, car la puissance d'acquisition de la plus grosse somme nominale qu'il a reçue n'est pas plus grande que la puissance d'acquisition de la somme plus petite qu'il avait reçue auparavant. Pénétrant plus profondément dans la question nous verrons que, si l'acheteur d'effets n'a plus de gain, le vendeur n'a pas de perte non plus, à partir du jour où le nouvel étalon du change est établi. Il est vrai que le vendeur se trouvera dans la nécessité de céder un plus grand nombre de florins pour le souverain que l'acheteur lui donne; mais les produits que ce vendeur d'effets a exportés et contre lesquels il a fait sa traite auront, dans notre hypothèse, monté de prix dans la même proportion et lui auront, en conséquence, donné droit, dans cette proportion, à faire traite pour un plus grand nombre de florins. Prenons un exemple : supposons qu'avant la grande fluctuation, quelqu'un ait exporté une certaine quantité de sucre et ait vendu à un certain prix les traites

qu'il a tirées en contre-valeur de ce sucre. Supposons que cette personne ait vendu le sucre pour 10,000 florins, et qu'elle ait vendu les florins au taux de 10 pour 1 livre sterling. Elle aura réalisé ainsi 1,000 livres pour son sucre. Supposons une variation de 10 pour 100 dans l'étalon monétaire par suite d'un excès d'émission de papier en Autriche; tous les prix monteront de 10 pour 100; le même marchand étranger vendra son sucre pour 11,000 florins : mais, comme il vendra ses florins au taux de 11 pour 1 livre, il aura réalisé 1,000 livres, précisément la même somme qu'auparavant. Il est à peine nécessaire de faire observer qu'en supposant une hausse générale et proportionnelle sur tous les prix, nous n'avons pas voulu dire que les choses dussent se passer en réalité de cette façon; certains prix monteront beaucoup plus que d'autres, suivant les principes bien connus de l'économie politique en ces matières. En Autriche, les manufacturiers insistaient sur ce fait qu'ils avaient fait des profits considérables par suite de la dépréciation de la monnaie, le prix de la main-d'œuvre n'ayant pas monté dans la même proportion que la valeur des produits fabriqués. Les matières premières étant importées du dehors, leur prix avait monté tout de suite jusqu'aux der-

nières limites, et cette hausse avait permis aux fabricants de remonter les prix de vente des produits de la fabrication dans le même rapport, et cela, quoiqu'un des éléments de la production, le travail, fût resté comparativement stationnaire. Mais cet effet ne pouvait être que temporaire ; l'équilibre doit se faire tôt ou tard, et si la demande de travail était restée la même qu'auparavant, les salaires seraient montés assez haut pour permettre aux travailleurs de satisfaire la même quantité de besoins. Cependant, au point de vue de la valeur de l'argument dont nous nous sommes servis, la supposition d'une hausse générale et égale des prix est admissible, et l'on reconnaîtra que la fluctuation apparente des changes ne s'étend pas plus loin que l'accroissement apparent de valeur produit par les mêmes causes. Un lot de produits manufacturés vaut plus de florins, et un souverain anglais vaut plus de florins aussi ; mais ni les marchandises ni le souverain n'ont une plus grande puissance d'acquisition.

Jusqu'ici, nous avons comparé les transactions faites avant que les variations de prix se soient produites et les transactions faites après les variations, et nous avons vu que la différence du change, quand cette différence provient de la

dépréciation de la circulation, n'amène aucune différence dans les résultats de l'affaire. Toutefois on comprendra tout de suite qu'il en serait tout autrement si on suppose que la variation, au lieu de se produire entre deux affaires, s'était produite entre le commencement et la fin d'une même affaire. Supposons que l'exportateur dé sucre, pour continuer notre exemple, ait commencé par expédier son sucre et l'ait vendu 10,000 florins, — nous prenons les mêmes chiffres, — à une époque où le change aurait été de 10 florins par livre; supposons qu'il attende quelque temps avant de tirer par contre, pour les 10,000 florins, et que, dans l'intervalle, le taux du change varie et atteigne le cours de 11 florins par livre, comme dans notre supposition précédente; le nombre de ses florins devant être, en conséquence, divisé par 11, il n'aura que 900 livres environ, au lieu de 1,000 que le change précédent lui aurait laissées. Lorsque la fluctuation dans le taux du change provient de la dépréciation de l'agent de la circulation, les créances à recouvrer sur le pays où le fait s'est produit, valent, en effet, d'autant moins, tandis que les dettes envers ce même pays peuvent être liquidées d'autant plus avantageusement; le créancier de ce pays perd, et son débiteur

gagne. Si les importations et les exportations sont dans un état d'équilibre, c'est-à-dire s'il est dû par ce pays autant qu'on lui doit, il n'y aura dans l'ensemble des transactions ni perte ni gain, en conséquence de la fluctuation apparente; cela n'empêche pas qu'un créancier particulier dudit pays ne puisse se considérer comme volé, et qu'un débiteur ne puisse se réjouir. Le débiteur peut, en effet, se liquider à meilleur compte et acheter aujourd'hui avec son même souverain 11 florins, tandis qu'auparavant il n'en aurait eu que 10.

En examinant la nature et la tendance des fluctuations dont nous venons de parler, nous sommes amenés à conclure qu'il y a des limites à ces fluctuations, et la détermination de ces limites est l'objet spécial de notre recherche actuelle. Les effets sur un pays donné varient dans leur valeur dans la même proportion que tous les articles qu'on peut acheter, y compris le numéraire, varient dans leur prix à la suite d'une dépréciation de la monnaie, en d'autres termes, dans la proportion de la perte du papier-monnaie ou de la prime sur l'or. En dehors de cette proportion, le fait de la dépréciation de l'agent de la circulation ne peut pas agir sur le change. S'il en était autrement, tout individu qui aurait à recevoir une

somme payable dans la monnaie dépréciée, plutôt que de se soumettre à un sacrifice nouveau sur le change, demanderait à son débiteur de lui envoyer de l'or pour le montant de sa dette malgré l'élévation de la prime ; car, dans l'hypothèse que nous avons faite, la prime serait moins grande que la perte subie si on liquidait l'affaire par la vente d'un effet. On peut se demander, toutefois, ce qui adviendrait dans le cas où l'exportation du numéraire serait prohibée à la sortie du pays dans lequel l'agent de la circulation est déprécié, ou, ce qui revient au même, dans le cas où il serait impossible d'acheter de l'or, soit parce que la loi défendrait de payer une prime, soit parce que tout le numéraire aurait en réalité disparu. Ce sont, dans la pratique, les cas les plus fréquents. Comment la personne, qui a une créance à recouvrer sur un pareil pays, peut-elle encaisser ce qui lui est dû ? Supposons le cas d'un négociant qui a envoyé du coton en Russie, à un moment où l'exportation du numéraire de Russie était en fait prohibée. Comment pourra-t-il se faire payer ? Par suite de la vente du coton, il est devenu créancier d'un certain nombre de roubles à Saint-Pétersbourg, comment pourra-t-il convertir ces roubles en souverains anglais ? On peut

présenter ce même cas d'une autre façon. Un filateur russe a importé du coton, et il en doit le montant stipulé en souverains anglais à un négociant de Liverpool; il a en mains des roubles papier-monnaie en quantité suffisante, mais comment pourra-t-il se procurer des souverains en échange ? L'envoi de numéraire lui étant interdit, il n'a que deux voies à prendre : il peut acheter un effet sur l'Angleterre à une personne qui se trouve avoir expédié des produits en Angleterre et qui possède une créance à faire rentrer sur une maison anglaise ; cette créance, le filateur russe peut l'acheter et la transférer à son créancier de Liverpool ; ou bien il peut expédier lui-même des produits qu'il fera vendre en Angleterre contre des souverains. S'il y a un arrêt dans les exportations, comme c'est le cas pendant la plus grande partie de l'hiver en Russie, le filateur dont nous avons parlé sera dans l'impossibilité absolue d'envoyer une remise quelconque, à moins qu'il ne trouve un banquier ou quelque autre personne qui puisse tirer sur l'Angleterre ou sur une autre place étrangère qui soit un centre d'affaires, et cela par anticipation des exportations futures. Il faudra que les tireurs consentent à lui vendre leurs effets, mais il est évident que, pour

le prix, il est tout à fait à la disposition de ces tireurs. S'il arrive, comme c'est souvent le cas, que des Russes soient endettés vis-à-vis d'étrangers et soient obligés de remettre à quelque prix que ce soit, à un jour donné, de l'argent anglais dans les mains de leurs créanciers, il n'y a pas de limite au prix qui peut être demandé à ces débiteurs ; en d'autres termes, il n'y a pas de limite à la variation des changes. Il semble que la valeur relative du rouble-papier et du numéraire ne soit plus un des éléments de la question. L'offre et la demande seules déterminent le prix, et si le montant des exportations de ce pays n'égale pas le montant de ses importations, c'est le cas le plus général, si la demande des effets nécessaires pour payer les importations excède, par conséquent, la quotité des effets qui sont fournis par les exportations, la balance à payer par le pays dont nous parlons, ne peut être réglée qu'au prix d'un sacrifice énorme. La balance peut même ne pas être réglée du tout, si ce n'est par un arrêt ou par une diminution des importations, ou par la négociation d'un emprunt public à l'étranger. Et encore ce n'est là qu'un expédient pour gagner du temps ; ce n'est qu'un moyen d'ajourner le payement de la balance due.

On comprendra aisément pourquoi il est possible d'affirmer qu'un pays, dans lequel il existe un agent déprécié de la circulation et dans lequel l'exportation du numéraire est prohibée, doit naturellement importer plus qu'il n'exporte. S'il en était autrement, si les exportations excédaient les importations, le numéraire aurait une tendance à rentrer; les autres pays payeraient une partie de leurs dettes en or, et il n'y aurait plus de raison pour maintenir la prohibition de sortie du numéraire. Dans cette hypothèse, la circulation serait en voie d'amélioration et non pas de dépréciation. Il est probable d'ailleurs que, dans bien des cas, la dépréciation de la monnaie soit une conséquence directe ou indirecte d'importations excessives, mais il y a d'autres cas où elle est due uniquement aux fautes et aux banqueroutes des États. Il arrive souvent que les deux influences soient combinées de manière à devenir alternativement cause ou effet. Quelquefois les gouvernements émettent une grande quantité de papier-monnaie, uniquement pour leur usage. La conséquence naturelle d'une semblable émission sera une importation exagérée : les prix, s'élevant par suite d'un accroissement de la circulation, attireront les produits des autres marchés, tandis que les prix des

marchandises exportées, ayant augmenté aussi, seront d'une vente plus difficile au dehors. Nous pouvons supposer que les importations exagérées se soient produites d'abord, et que les gouvernements afin d'apporter un remède artificiel et apparent à une situation à laquelle on ne peut apporter de remède définitif qu'en faisant cesser la cause première et réelle du mal, commettent la fatale erreur d'accroître la circulation par une émission de papier-monnaie. Ils croient fournir ainsi des moyens de payer les dettes que le pays a contractées; mais le seul effet d'une semblable mesure est d'augmenter encore le mal, car les importations, au lieu d'être arrêtées, sont encore plus excitées. A une époque où l'on avait des inquiétudes par suite des envois considérables d'or en Amérique, on a émis l'idée, à Manchester et à Liverpool, qu'il serait bon de permettre l'émission d'une plus grande quantité de billets de banque ; cette opinion tendait manifestement à la dépréciation de notre circulation; comme la conséquence de la dépréciation de l'agent de la circulation dans un pays quelconque est d'exciter à importer davantage par suite de la hausse apparente des prix, il en résulte plus de difficultés pour payer la valeur des importations. Comment

peut-on alors payer la balance finale ? L'écoulement des espèces montre que la balance du commerce est défavorable au pays, et quand le numéraire est épuisé, l'équilibre ne peut plus se rétablir qu'en restreignant l'importation et la consommation.

Nous avons été conduits à faire ces réflexions prématurées sur les résultats d'un excès d'émission de papier-monnaie ou d'un excès d'importation, par l'examen que nous avons fait de la situation de certains débiteurs engagés vis-à-vis de pays étrangers, et qui se trouvaient dans l'impossibilité de faire des remises d'espèces, soit à cause de l'absence du numéraire, soit à cause d'obstacles légaux. Nous avons vu que ces débiteurs étaient tout à fait à la merci de ceux qui avaient des traites à vendre sur l'étranger, et qu'il ne leur restait d'autre ressource pour échapper à la nécessité de payer des prix exorbitants, que d'acheter des marchandises et de les exporter eux-mêmes. Dans ce cas, la variation du prix des changes dépend entièrement de l'offre et de la demande. Si la demande des effets est plus forte que l'offre, il n'y a, en théorie, aucune limite à fixer à la hausse des effets.

On peut, toutefois, se demander quel sera le

prix courant du change, dans un cas semblable, si à un certain moment les importations et les exportations sont en état de balance. Quelle serait la valeur naturelle, dans un pareil moment, en livres sterling, d'un effet sur Saint-Pétersbourg, payable en roubles? Cette valeur naturelle, à ce moment-là, paraît être, non pas le prix nominal du change ni la valeur du rouble quand il était convertible, et qu'il était, en réalité, une monnaie d'argent, mais bien cette même valeur, déduction faite de la dépréciation que le rouble a subie dans la Russie même. Si, à un certain moment, l'agent de la circulation, en Russie, est déprécié de 5 pour 100 sans que les Russes en aient peut-être conscience eux-mêmes, l'énorme circulation de papier-monnaie, avec une réserve métallique insuffisante, ayant amené ce résultat, nous croyons que la valeur naturelle du rouble en monnaie sterling pourrait être évaluée, au même moment, à 5 pour 100 au-dessous du prix nominal du change. Mais, nous ne saurions le répéter trop souvent, on ne peut fonder aucun calcul sur cette base, parce que, grâce au système des crédits ou des payements différés, il n'y a jamais de balance exacte entre les exportations et les importations, et une balance de dettes qui s'accroît, abaisse de plus en plus, au moins

par rapport au change étranger, la valeur de ce que, dans notre exemple, nous avons appelé le rouble.

Tels paraissent être les principes généraux qui règlent la variation du prix des changes, dans le cas où les effets qui sont l'objet de la transaction sont payables en une monnaie dépréciée. Nous n'aurions pas traité complètement le sujet, si nous n'avions pas considéré le cas où il faut passer de la circulation d'or à celle d'argent.

Quand un effet sur Hambourg, payable en argent, est négocié à Londres pour une certaine somme payable en souverains, comment pourra-t-on en déterminer la valeur ? Nous arriverons à cette détermination par un raisonnement analogue à celui dont nous nous sommes servis dans l'exemple précédent. Ou bien l'or et l'argent seront ce qu'on appelle au pair, l'un par rapport à l'autre, ou bien, et c'est ce qui arrive le plus habituellement, l'un sera à prime comparé à l'autre. A l'exception de la France, qui, par son double étalon, est sous des influences différentes, l'or est simplement une marchandise dans les contrées qui ont une circulation d'argent, et l'argent est une marchandise dans les pays qui ont l'étalon d'or. Le change variera selon le prix à un moment donné de cette

espèce de marchandise. Quand on aura à vendre un effet sur Hambourg à Londres, il faudra prendre en considération tous les éléments de la valeur dont nous avons déjà parlé, le taux de l'intérêt dans les deux pays, l'état du crédit, les engagements réciproques, et le reste ; mais il faudra également prendre en grande considération la valeur de l'argent en Angleterre, ou, si l'on fait l'opération inverse, la valeur de l'or à Hambourg. Quand il y a une grande demande d'argent en Angleterre, et c'est le cas lorsqu'il y a de grandes expéditions à faire pour l'Orient, il se produit alors une grande demande d'effets sur Hambourg ; c'est un moyen de se procurer de l'argent que d'acheter des effets qui donnent le droit de recevoir une certaine quantité d'argent à Hambourg. On envoie les effets à l'encaissement, et l'on donne des ordres pour que l'argent reçu soit immédiatement embarqué pour l'Angleterre. En conséquence, si l'argent est à prime en Angleterre, les personnes qui ont des recouvrements à faire sur Hambourg peuvent exiger une prime des acheteurs de leurs droits, et tenir élevé le prix de leurs effets. Il en résultera que l'acheteur devra payer plus de livres sterling pour avoir la même quantité de marcs banco, ou, ce qui revient au même, que l'acheteur recevra

moins de marcs pour sa livre sterling. Si, par exemple, quand l'argent n'est pas à prime, il reçoit 13 marcs 1/4 pour son souverain, il en aura moins à mesure que le prix de l'argent s'élèvera ; il ne recevra, pour prendre des chiffres, que 13 marcs 1/8e ; et comme le change sur Hambourg s'exprime par le nombre de marcs banco que l'on peut avoir pour une livre, on dira que le change sur Hambourg a baissé ; le fait est pourtant, bien évidemment, que les effets sur Hambourg ont monté de prix, puisqu'une moindre quantité de marcs donne droit à la même quantité d'or. Nous pouvons supposer, réciproquement, qu'un négociant de Hambourg désire se procurer de l'or dans un but quelconque, pour l'envoyer, par exemple, aux États-Unis, afin d'y acheter du coton. Dans ce cas, des effets sur Londres rempliront son but, car ces effets lui donnent droit à recevoir le métal qu'il désire. Si l'on se dispute les effets par suite d'une demande générale d'or pour l'objet indiqué, ceux qui auront en main des effets sur Londres pourront exiger une prime en les vendant, et demander alors plus de marcs banco pour chaque livre sterling mise à Londres à la disposition de l'acheteur des effets. En conséquence, le change de Hambourg montera, et l'on

donnera, par exemple, 13 marcs 1/2 pour une livre.

La limite de la variation est toutefois facile à discerner, et l'on trouvera qu'elle correspond exactement avec cette limite que nous avons mise en lumière quand il s'agissait de deux pays dont l'un avait une circulation métallique, et l'autre une circulation dépréciée avec une prime sur l'or légalement réalisable ; cette limite se trouvera dans le montant de la prime qu'on peut obtenir. Si, dans le cas que nous venons d'indiquer, les porteurs d'effets sur Londres demandent trop de marcs, les autres, ceux qui ont besoin d'acheter de l'or, trouveront leur avantage à envoyer l'argent même, en Angleterre, afin de l'y vendre pour avoir de l'or, ou, dans le cas contraire, si les négociants anglais désirent expédier de l'argent en Orient, et s'ils trouvent les prix demandés par les personnes qui ont à vendre des effets sur Hambourg hors de proportion avec la prime qui existe sur l'argent, ces négociants auront deux voies à prendre : ou bien ils payeront une prime sur l'argent qu'ils peuvent se procurer ailleurs, ou bien ils enverront de l'or à Hambourg et ils le feront vendre là, avec la perte qui, dans les circonstances que nous avons supposées, sera cotée alors à Hambourg ; ils feront mettre le produit de la vente

sous forme d'argent, et se feront expédier cet argent en Angleterre. La supposition que nous devons faire pour que le raisonnement soit exact, c'est qu'on puisse toujours vendre de l'or à Hambourg et toujours vendre de l'argent en Angleterre. Les prix peuvent, dans l'un et l'autre cas, être quelquefois très bas, et la prime sur l'autre métal peut, en conséquence, imposer une charge lourde à l'acheteur; mais on peut, en général, considérer la vente comme toujours possible, ce qui détermine les limites de la variation dans le cours des changes.

Nous sommes arrivés aux conclusions qui précèdent, pour l'hypothèse que nous avons choisie, en examinant des transactions dans lesquelles certains négociants sont obligés de se procurer celui des deux métaux précieux qui ne constitue pas l'agent de la circulation dans leur propre pays et s'efforcent de le faire en acquérant des effets sur des pays où le métal dont ils ont besoin est l'étalon monétaire. La vérité de cette proposition est, toutefois, tout aussi évidente, si nous nous bornons, comme nous l'avons déjà fait, à considérer la situation des débiteurs et des créanciers. Un négociant anglais doit une certaine somme en monnaie de Hambourg, c'est-à-dire une certaine

somme qu'il est obligé de payer en argent. Au moment où sa dette vient à échéance, l'argent, c'est du moins ce que nous supposons, est en Angleterre beaucoup plus cher que d'habitude. Il sera forcé de payer le montant de la différence, d'une façon ou d'une autre, soit qu'il achète de l'argent sur le marché anglais, dans les prix de hausse, et qu'il l'expédie sur Hambourg, soit qu'il achète un effet sur Hambourg payable en marcs à un change défavorable. Le prix de l'argent ayant monté, le prix des effets payables en argent montera également, et l'acheteur de ces effets recevra moins de marcs pour sa livre sterling; mais, si le vendeur des effets demande une augmentation de prix plus considérable que celle que justifie la hausse de l'argent, les personnes qui ont des payements à faire en argent préféreront payer la prime sur le marché courant de la marchandise argent. C'est ainsi qu'on peut aisément établir d'une façon claire quelles sont les limites aux variations dans le prix des changes, quand ces variations dépendent de la différence de valeur entre l'or et l'argent.

Le cas de transactions entre deux pays comme l'Angleterre et la France, dont l'un a une circulation d'or, et l'autre une circulation d'or et d'argent combinés, n'offre aucune espèce de difficulté. Les

variations dans le prix des effets de l'un sur l'autre pays ne peuvent pas, à moins de supposer une suite de circonstances des plus rares et presque impossible à rencontrer, dépasser la limite des variations qui se produisent quand les deux pays ont le même étalon. Ces variations dépendront de celui des deux agents de la circulation qui est commun aux deux pays, c'est-à-dire de l'or. Comment pourrait-il se faire, en effet, qu'un billet sur Paris payable à vue pût être vendu plus cher que l'or que ce billet représente, étant ajoutés, au prix de l'or, les frais de port et de commission pour l'expédition de cet or sur Paris? Si l'on demandait un prix qui dépassât cette valeur, il serait meilleur marché d'envoyer l'or même. Il est clair que, du moment qu'une prime est donnée dans un pays quelconque pour l'or ou pour l'argent, cette prime augmente la valeur des effets qui sont payables dans le métal à prime, mais à condition, bien entendu, que ces effets ne soient payables en aucun autre métal. Si un effet sur Paris est payable, au choix, en napoléons ou en pièces de 5 francs, il est certain que cet effet sera payé dans la monnaie qui est le moins demandée, dans celle qui est à perte par rapport à l'autre; l'acheteur de ces effets ne laissera pas monter les prix en con-

sidération d'une prime qui n'existe que sur l'un des agents de la circulation. Les variations dans le prix des changes auront alors des limites aussi absolues que celles que nous avons déterminées pour le cas où la circulation de deux pays était, en fait, identique.

Au moment de terminer ce que nous avons à dire sur ce sujet, nous ferons remarquer une fois de plus qu'il ne faut pas attacher trop d'importance à l'exactitude des faits que nous avons choisis comme exemple. Ce que nous nous sommes efforcés de mettre en lumière dans le présent traité, ce sont des principes généraux ; c'est la méthode suivant laquelle une question doit être examinée, principe et méthode qui trouvent leur application dans tous les cas particuliers qu'on analyse et qu'on étudie. C'est pour cela que nous avons passé en revue avec quelque longueur les différents éléments de valeur qui entrent dans le prix des effets étrangers ; mais les proportions dans lesquelles ces éléments se combinent pour chaque cas particulier, et les études sur l'étendue des ressemblances et des différences qui existent entre les agents de la circulation des différents pays ne rentrent pas dans le cadre de nos recherches.

CHAPITRE V

REMARQUES SUR L'INTERPRÉTATION A DONNER DES CHANGES ÉTRANGERS

Dans les chapitres précédents, nous nous sommes bornés à retracer l'origine et le développement des transactions qui aboutissent à une opération de change. Nous sommes partis des formes les plus simples pour arriver aux plus compliquées; nous avons recherché spécialement les causes diverses qui sont en action, et qui produisent nécessairement, dans le prix des effets étrangers, les fluctuations les plus grandes. Nous avons acquis une connaissance théorique approfondie des principes du système, et nous sommes maintenant en mesure d'aborder de plain-pied la partie de notre sujet la plus pratique et la plus intéressante, celle qui a des rapports directs avec le commerce en général. Nous sommes devenus familiers avec les causes qui déterminent, ainsi que nous l'avons établi, les variations du change, et nous sommes en état de remonter, par un procédé inverse, des

variations aux causes qui les ont produites. Nous pouvons donc considérer les changes étrangers sous leur aspect le plus particulièrement précieux, comme un baromètre commercial ou monétaire infaillible. Et, nous pouvons l'ajouter, non seulement la situation des changes offre au monde des affaires les moyens de reconnaître l'état de l'atmosphère commerciale, non seulement elle indique si le ciel est gros d'orages ou si le temps va se remettre au beau, mais encore elle fait connaître avec tant de précision l'existence des courants perturbateurs, qu'en étudiant ces courants on peut, à la condition de les bien comprendre, déterminer la ligne de conduite à suivre pour éviter le danger et pour modérer l'action précipitée des paniques.

Le sentiment général, en ce qui regarde la fonction des changes considérés comme éclairant la situation d'un pays au point de vue commercial, ou tout au moins monétaire, ce sentiment se traduit par l'emploi de la locution habituelle « que l'état des changes est favorable ou défavorable » ; cette locution se montre si fréquemment dans toutes les discussions sur les banques, que nous ne pouvons passer outre sans nous en occuper un instant. Il est inutile de s'arrêter à l'inexactitude

de cette locution, si l'on se met au point de vue de l'économie politique et si l'on entend parler de la prospérité générale du pays; ces mots peuvent avoir impliqué à l'origine, de la part de ceux qui s'en servaient, l'idée de cette fausse théorie : que l'objet du commerce est d'attirer l'or, et que le pays vers lequel se dirige avec le plus de force le courant du numéraire est, par cela même, le pays le plus prospère. A ce point de vue, l'état des changes était considéré comme favorable, quand il était l'indice d'une affluence d'espèces, tandis qu'au contraire, il devenait défavorable quand la rareté des effets sur l'étranger obligeait le commerce à exporter des métaux précieux. Mais l'expression est suffisamment exacte si l'on se met à un point de vue purement monétaire et banquier. Dans l'état actuel de la législation, tout engagement contracté par un débiteur implique un payement fait en or ou en papier convertible en or, les négociants s'engageant à payer en or ou en billets de banque à leur gré, et la Banque d'Angleterre étant obligée par la loi, sans option de sa part, à payer ses billets en or. Par suite il est de la plus haute importance pour le monde du commerce et de la Banque, au point de vue de l'exécution certaine des engagements, que la quantité totale du numéraire existant

dans le pays soit suffisante pour subvenir à tous les besoins. Que la loi en elle-même soit bonne ou mauvaise, cela importe peu pour notre raisonnement qui prend la loi sur la circulation telle qu'elle est.

Dans les circonstances présentes, un marchand ou un banquier doit considérer que c'est un état de choses défavorable qu'une diminution, qui n'est pas sans danger, des quantités d'or existantes ; il doit considérer, par contre, que c'est un tour favorable pris par les changes, que celui qui agit dans une direction contraire. Quand la quantité d'or est évidemment suffisante, c'est une erreur, même à un point de vue purement commercial, que de considérer comme avantageuses ou désirables de nouvelles accumulations d'or. Et c'est justice que de condamner l'expression de « change favorable », lorsqu'on dépasse les quantités de numéraire suffisantes au point de vue de la circulation : un excès temporaire de matière d'or sur un point donné n'offre en lui-même aucun avantage quelconque ; il offre plutôt des inconvénients. Mais on doit considérer que l'expression est légitimement employée si elle est limitée à exprimer l'inquiétude ou la confiance du monde commercial, relativement aux moyens de remplir ses obligations légales. En conséquence, il n'y a

pas de contradiction entre l'expression de change favorable ou défavorable, et la nature des faits dont ces changes démontrent l'existence. L'économie politique, à son point de vue, a raison de dire que, relativement au pays en général et à l'échange des produits, il y a toujours balance entre les exportations et les importations, et que ces deux expressions, balance défavorable du commerce et changes défavorables, impliquent une erreur. Mais les marchands et les banquiers sont sous l'empire de cette idée qu'ils peuvent, à un moment donné, avoir à faire face, pour des marchandises importées, à plus d'engagements qu'ils ne peuvent en remplir dans ce même moment. Le système des crédits dérange en effet la coïncidence des payements entre les exportations et les importations, bien qu'au fond les valeurs à balancer puissent être réellement identiques. Ces mêmes marchands et ces mêmes banquiers sont inquiets de savoir s'ils pourront satisfaire ou non à leurs engagements selon ce mode particulier de payement auquel ils sont astreints, c'est-à-dire en or ou en billets convertibles. Une intelligence complète des changes est absolument nécessaire ici, car autrement on pourrait supposer des différences d'opinion là où il n'y a aucune différence ni en fait, ni

en théorie, mais où toute l'opposition provient de l'emploi, avec un sens différent, d'une expression technique. En résumé, quand dans un traité sur les banques on parle des changes favorables à un pays quelconque, on ne doit mettre dans cette expression d'autre intention que celle d'établir simplement le fait de la difficulté qui se rencontre dans la vente des effets tirés de ce pays sur des places étrangères; on veut dire, quand on l'emploie, que les effets tirés du dehors sont à prime, ce qui peut éventuellement amener une importation d'espèces. De même, quand on parle de changes défavorables, on veut indiquer une situation dans laquelle les effets étrangers sont en grande demande, ce qui paraît devoir amener, en conséquence, un renchérissement qui soit assez considérable pour rendre inévitable l'exportation du numéraire.

Il est nécessaire d'arrêter son attention sur un autre point, avant d'entrer dans des considérations nouvelles sur ce que signifient les variations dans le taux du change. On doit se rappeler que c'est le prix des effets courts, et non pas le prix des effets dont l'échéance est éloignée, qui détermine les exportations de numéraire. La plupart des principes, qu'on peut appeler élémentaires, de la va-

leur des changes, ont une action identique sur les effets longs et sur les effets courts; mais le taux de l'intérêt et la question du crédit à faire exercent sur les effets longs une influence de plus ; le prix de ces effets en est modifié assez profondément pour rendre sans valeur les indications qu'on pourrait chercher à tirer de ce prix pour déterminer le sens du courant de l'or. S'il y a une demande d'effets sur une place déterminée, le prix de ces effets, qu'ils soient courts ou longs, montera ; c'est là une tendance générale. Toutefois, si, sur la place en question, le taux de l'intérêt est très élevé, le prix des effets longs ne montera certainement pas dans la même proportion que celui des effets courts ; car l'acheteur aura l'escompte à supporter, escompte qu'il doit déduire de la valeur de l'effet long pour pouvoir le comparer avec l'effet court; tout accroissement dans le taux de l'escompte devra trouver ainsi sa compensation dans l'abaissement du prix de l'effet. C'est encore dans la diminution du prix que l'acheteur devra trouver une compensation pour le risque qu'il peut avoir à courir jusqu'au jour du payement définitif de la lettre de change.

Pour indiquer la situation générale des affaires, la valeur des effets courts est ce qu'il y a de plus

précis, tandis que le prix du papier long, comparé à celui des effets à vue, indique, en général, le taux de l'intérêt et, en particulier, l'état de solidité du crédit.

Il faut toujours avoir présente à l'esprit cette distinction, dans le cas où c'est le change à vue qui est le plus courant, comme, par exemple, entre Londres et Paris ; mais, par contre, il ne faut pas s'y arrêter trop rigoureusement lorsque, par suite de circonstances spéciales, les sommes un peu importantes ne se trouvent qu'en effets longs comme c'est le cas pour Saint-Pétersbourg.

Nous pouvons maintenant développer la méthode à suivre pour interpréter les indications que donne, à un moment donné, le cours des changes étrangers. Il résulte de tout ce que nous avons dit précédemment que les fluctuations des changes peuvent avoir leur source, cela est essentiel à se rappeler, non pas dans une seule, mais dans un grand nombre de causes. La cause qu'on a supposée peut être possible et même plausible, mais elle ne mérite qu'on s'y attache avec confiance que si l'impossibilité d'une influence étrangère a pu être établie.

Ceux qui traitent d'une façon superficielle ou populaire les sujets scientifiques, font souvent

cette erreur de considérer comme suffisante la détermination d'une cause unique pour l'explication d'un phénomène, sans s'inquiéter de savoir s'il ne serait pas beaucoup plus important d'apporter la preuve négative de l'existence des autres causes capables d'amener les mêmes résultats. Nulle part ce sophisme n'obscurcit autant le jugement que dans les questions de finance. Les faits dont il faut tenir compte sont si complexes, si difficiles à éclaircir, que l'on ne peut espérer donner, de toutes les difficultés, des solutions claires et intelligibles si l'on ne s'est pas attaché à faire des épreuves complémentaires et contradictoires. La plus grande partie des avantages qu'on peut retirer de l'étude des changes est perdue par cette tendance à se satisfaire des premières explications plausibles. On peut commettre des erreurs grossières si l'on argumente sur l'état des changes entre Hambourg et Londres, en considérant seulement la balance du commerce, sans s'arrêter aux différences de valeur qui résultent d'une prime sur l'argent, l'agent de la circulation n'étant pas le même dans les deux pays. De même, on n'embrasse qu'un côté de la question si l'on ne voit dans les changes russes qu'un indice de dettes énormes contractées vis-à-vis de créanciers étrangers, et si l'on ne

tient pas compte de l'influence exercée par un agent déprécié de la circulation.

Un exemple remarquable de la nécessité où l'on est de ne jamais perdre de vue les divers éléments qui entrent dans la composition du prix des lettres de change, nous est fourni par la situation extraordinaire des changes américains au commencement de 1861. C'est aussi un exemple curieux de la manière dont il faut interpréter les changes en général. Un large courant de numéraire s'est révélé à cette époque dans le sens de l'Europe sur les États-Unis, et diverses théories ont été mises en avant pour en expliquer la cause ; mais ce qui est étrange, c'est qu'il se soit écoulé un long espace de temps avant qu'on ait reconnu, avant que la majorité du public ait compris que ce courant de numéraire était simplement la conséquence des engagements antérieurs. Une autre explication était donnée, qui paraissait expliquer suffisamment cette exportation de numéraire, et cette explication avait pour base les troubles politiques qui augmentaient aux États-Unis, et qui, jetant les Américains dans une sorte de panique, pouvaient engager des capitalistes anglais à faire des spéculations sur les valeurs américaines, tandis que la cause première, qu'on aurait dû recon-

naître tout d'abord, était l'état même des engagements internationaux. Les expéditions d'espèces ont été faites plus vite et sur une plus grande échelle, par suite de modifications particulières dans l'état de ces engagements ; ainsi, les Américains tiraient plutôt que d'habitude pour recouvrer leurs créances sur l'Angleterre ; ils suspendaient leurs ordres d'achats en produits anglais et envoyaient leurs produits en Europe dans une proportion forcée qui n'avait plus rien de naturel ; ils exportaient jusqu'à des articles qui n'étaient pas demandés en Europe. La cause dominante de la baisse des changes qui amena ce courant de numéraire vers l'Amérique, était l'augmentation considérable des exportations d'Amérique, en blé et en farine, venant après une récolte de coton d'une abondance sans précédent. Indépendamment de la crise politique, l'Europe aurait eu à payer à l'Amérique une balance en numéraire, et c'était là le point cardinal à ne pas perdre de vue pour connaître si les exportations de numéraire continueraient ou non. Au commencement des exportations de numéraire, on insista avec tant d'unanimité sur cette raison « qu'il s'agissait d'une simple spéculation », on se récria tellement sur la folie de ceux qui envoyaient un numéraire qui, di-

sait-on, leur reviendrait probablement par le retour des mêmes navires, que l'on fit la faute de regarder seulement aux existences d'or de New-York, aux spéculations sur les valeurs américaines et aux opérations des capitalistes, au lieu de s'arrêter à ce fait brutal, qu'il était facile de discerner par une étude plus attentive, que l'Angleterre et l'Europe payaient tout uniment les produits qu'ils avaient importés d'Amérique.

On insistait continuellement sur ce point que l'or s'accumulait à New-York et qu'il diminuait ici, et l'on en tirait cette conséquence que l'or devait revenir; et cependant un semblable résultat n'aurait pu se produire que dans les circonstances suivantes : ou bien le numéraire serait revenu parce que les Américains nous auraient dû de l'argent et nous l'auraient envoyé pour payer leurs dettes, ou bien il nous aurait été envoyé contre de nouveaux ordres d'achat, soit de produits anglais, soit de fonds américains possédés alors par des Anglais, ou, enfin, il nous aurait été remis comme un prêt fait à des capitalistes anglais dans la prévision que l'argent aurait été, ce qui était certainement probable, plus cher en Angleterre qu'en Amérique. Ceux qui soutenaient que le numéraire reviendrait, avaient à prouver que

l'une ou l'autre de ces opérations serait réalisée. La première était une question de fait : les Américains devaient-ils beaucoup à l'Europe ? La seconde était une question de probabilité : était-il probable que les Américains reprendraient suffisamment confiance pour entrer dans de nouvelles opérations commerciales ? La troisième, enfin, était aussi une question de probabilité, sur laquelle les opinions pouvaient être divisées : était-il probable, ou non, qu'à un moment où il se produisait des circonstances d'un grand intérêt national, les banquiers de New-York voudraient envoyer leurs capitaux pour les placer en Europe, par cette raison que les quantités d'or augmentaient rapidement dans leurs caisses ?

C'étaient là les questions d'où dépendait le retour plus ou moins rapide du numéraire, et elles pouvaient faire le sujet de discussions très intéressantes; mais prétendre que, parce qu'en 1857 le numéraire exporté vers l'Amérique était revenu immédiatement, on verrait en 1861 se produire les mêmes résultats, c'était faire abstraction d'un élément de valeur qui est fondamental, qui est dominant en ce qui regarde les changes étrangers, à savoir l'état des engagements réciproques. En 1857, les Américains avaient contracté des

dettes énormes vis-à-vis de l'Europe; en 1861, l'Europe avait contracté des dettes énormes vis-à-vis de l'Amérique; c'était là toute la clef de la situation. Dans le premier cas, les exportations du numéraire aux États-Unis avaient quelque chose d'artificiel et de contraire au jeu naturel des choses; c'était prêter davantage à son débiteur au lieu de lui réclamer le payement de sa dette. Dans le second cas, l'exportation du numéraire avait, au contraire, quelque chose de naturel, d'inévitable, parce que c'était la liquidation d'une dette; seulement, les payements étaient quelque peu accélérés, et les règles usuelles étaient méconnues par plusieurs raisons : le créancier, l'Américain, se trouvait lui-même en présence d'une crise politique des plus dangereuses, il était devenu tout d'un coup pressé de recevoir la totalité de ce qu'on lui devait, et il était dans une disposition d'esprit à anticiper plutôt qu'à différer le règlement de sa créance. Le créancier a donc tiré ses traites; il les a lancées sur le marché avec l'ardeur que donne une panique. Il trouvait peu d'acheteurs qui eussent des remises à faire en Europe pour l'acquit d'engagements, parce que le commerce avait été réduit, parce qu'aucun nouvel ordre n'avait été donné, et parce

que la prospérité inouïe des États de l'Ouest avant le commencement de la crise, prospérité qui était la conséquence d'une récolte abondante en grains, avait rendu possible de faire plus tôt que d'habitude les remises nécessaires au règlement des transactions antérieures. Il en résultait que les effets étaient achetés à New-York, non pas par ceux qui avaient à liquider des engagements, mais par ceux qui consentaient à faire l'avance de la valeur des effets jusqu'à ce que leur équivalent en or pût être expédié d'Angleterre. Tel était le rôle des banques de New-York, et les expéditions de numéraire étaient destinées, pour la plupart, à remplacer ce qu'on peut appeler le produit anticipé des effets. Sans l'influence de la panique, un taux élevé d'intérêt chez nous aurait dû différer l'exportation du prix des effets, au moins jusqu'à ce que l'échéance en fût arrivée. Si ces sommes étaient restées plus longtemps chez nous, ou bien elles auraient constitué un prêt en faveur du banquier auquel les remises avaient été faites, ou bien elles auraient trouvé leur emploi dans l'achat de quelque marchandise, et elles auraient été expédiées sous cette forme au lieu de l'être sous forme d'or. Quelle autre alternative était possible?

On peut se demander quelle était la raison

d'une panique à New-York, puisque la balance du commerce, dans son acception simple, était, pour employer l'expression populaire, en faveur de l'Amérique, ou, en d'autres termes, puisque l'Amérique devait moins qu'on ne lui devait à elle-même. Il est certain qu'à un point de vue purement monétaire, il n'y avait aucune raison quelconque à cette panique, mais que, tout au contraire, il y avait des raisons évidentes d'avoir confiance. Les vendeurs d'effets pouvaient prévoir qu'ils trouveraient des difficultés à écouler leurs effets au-dessus du pair des espèces; ils pouvaient en conséquence, dans ces limites, les offrir sur le marché. La seule crainte qu'ils pouvaient avoir provenait de l'incertitude où ils pouvaient être sur les moyens de se procurer des fonds jusqu'au moment où la valeur de leurs effets remis en Europe, pour être convertis en or, serait revenue dans leurs mains. Une place ne peut être alarmée de l'état de son marché monétaire et de la situation des changes, quand le monde entier est endetté à son profit, tout au moins si l'on conserve une certaine confiance dans la solvabilité des débiteurs. La panique, si on peut l'appeler ainsi, qui s'est produite en Amérique pendant l'hiver dont nous parlons, devait être uniquement attribuée à des causes

politiques. Tous ceux qui avaient des billets à vendre étaient pressés de les offrir au rabais, afin d'obtenir un payement immédiat, et ils acceptaient un prix beaucoup au-dessous de celui qu'ils auraient obtenu s'ils avaient envoyé leurs effets en Angleterre pour les échanger contre de l'or ; c'est cette nécessité de s'assurer de l'argent à tout prix qui conduisit les négociants de New-York à exporter toutes sortes de marchandises vers les marchés européens, quoique régulièrement l'accroissement de circulation aux États-Unis dût élever les prix, tandis que la décroissance de la circulation devait les abaisser en Europe. Une panique se produit habituellement sur le marché financier d'un pays quand le change devient défavorable à ce pays, mais il est très rare qu'on s'alarme lorsque la situation des changes est exceptionnellement favorable; cette expression *changes favorables* peut dans ce cas, malgré son ambiguïté ordinaire, être facilement comprise, à condition qu'elle soit employée dans les limites dont nous parlons, c'est-à-dire comme l'indice d'un simple fait monétaire, sans impliquer de jugement sur la prospérité générale. Les changes, lorsqu'ils étaient à un taux qui indiquait clairement la nécessité de faire des remises en espèces d'Angleterre en Amé-

rique, étaient, comme l'on dit, extrêmement favorables à l'Amérique, et le contraire pour nous. Les exportateurs américains de grains et de coton ont été, pourtant, les premiers de ceux qui aient souffert le plus de cette situation, parce que c'est sur eux que sont tombés les frais des envois dispendieux d'espèces, avec toutes les chances de perte qui y sont attachées. Quant aux débiteurs anglais, il semble qu'on pouvait dire, sans crainte de se tromper, qu'ils n'avaient subi aucune perte, parce qu'il leur était indifférent de payer leurs effets à l'échéance, soit en en remettant le montant à des voisins, dans le cas où les Américains auraient, comme d'habitude, adressé à ces voisins les effets tirés sur eux, soit en expédiant de l'or, par ordre et pour compte de leurs créanciers américains. Jusqu'à un certain point, ce serait pourtant une erreur de pousser ce raisonnement à l'extrême, car les charges supportées par les exportateurs tombent, le plus souvent, sur les consommateurs des produits exportés ; à ce point de vue, les intérêts de l'exportateur deviennent identiques avec ceux du pays étranger, car tout ce qui augmente le prix de l'article qui est exporté doit être à la charge soit de l'exportateur, soit du consommateur ; leur intérêt commun est qu'on n'ajoute rien à

ce prix. Les frais de transmission de numéraire sont une de ces sortes d'augmentations de prix, et il est, par conséquent, contraire à l'intérêt de l'exportateur, comme à l'intérêt du pays vers lequel on exporte, qu'une pareille dépense soit nécessaire. Nous arrivons à conclure ceci : qu'un état des changes qui amène une importation de numéraire dans un pays, favorise les importateurs et les consommateurs de ce pays, mais impose des charges nouvelles au commerce d'exportation. Toutefois, la charge supplémentaire imposée au commerce d'exportation devant être, en fin de compte, et dans la supposition que nous avons admise, payée par les pays étrangers, on peut maintenir cette conclusion : qu'un état des changes tel que nous venons de l'indiquer est, jusqu'à un certain point, favorable au pays où il se produit, et défavorable aux étrangers avec lesquels ce pays est en relation d'affaires. On peut voir plus clairement ce qui en est, si l'on suppose un moment, ce qui est en partie vrai, que tous les pays vont chercher les uns chez les autres ce dont ils ont besoin; en d'autres termes, si l'on suppose que le commerce d'exportation d'un pays se fait par suite d'ordres venus de l'étranger. Le coton et le blé peuvent être expédiés des États-Unis,

non pas au compte de vendeurs américains, mais au compte d'acheteurs anglais qui ont préalablement donné des ordres. Si l'article est acheté par un étranger sur le lieu de production, il est clair que toutes les charges supplémentaires tombant à l'improviste sur l'exportation doivent être supportées par lui. Une baisse soudaine des changes qui diminue la valeur de l'effet tiré par l'acheteur sur sa maison de Londres, ou qui lui impose la totalité des frais d'une expédition de numéraire à faire venir d'Angleterre pour payer ses acquisitions, est donc quelque chose de défavorable au pays auquel il appartient et pour lequel il achète, tandis que cela ne cause aucun préjudice au pays dans lequel il a fait ses achats ; réciproquement, les Américains qui ont donné des ordres aux fabricants anglais peuvent profiter de cette même période de changes bas ; ils peuvent acheter meilleur marché que d'habitude les effets sur l'Angleterre pour acquitter leurs dettes ; ils peuvent faire l'économie de la dépense de l'expédition du numéraire, qui, dans les temps ordinaires, tombe généralement pour partie sur les importateurs américains. En tant qu'il s'agit des facilités qu'on trouve et de l'économie qu'on réalise dans le payement des produits étrangers, un état de change qui permet d'ache-

ter des effets facilement et à bon marché pour payer des produits peut, sans qu'on commette d'erreur, être appelé favorable. Nous terminerons ici la digression que nous avons entamée dans le but de jeter quelque lumière sur l'expression de *changes favorables* et *défavorables*, et nous rentrerons dans l'examen des questions qui se rapportent à l'interprétation des changes étrangers et à la meilleure méthode à suivre pour les étudier.

Nous trouverons dans la situation des changes américains de 1862 à 1863 de nouveaux éléments pour une analyse instructive. En 1861, nous avons vu qu'il s'était produit une baisse extraordinaire dans le prix des effets étrangers, à New-York; quelque temps après, la situation s'est retournée; une hausse extraordinaire et rapide s'est produite. Comment faut-il interpréter ce changement, et à quel phénomène se rapporte-t-il ? Il est impossible de trouver de meilleur exemple pour faire ressortir les influences diverses qui agissent sur les changes étrangers. Nous nous trouvons ici en face d'un de ces cas dans lequel l'effet produit a évidemment dépassé ce qui serait résulté d'un simple changement dans ce que nous avons appelé le principe élémentaire de la valeur du change, à savoir : les engagements réciproques internationaux. La

hausse a dépassé de beaucoup le pair des espèces. La soudaineté des envois de capital en Europe et la continuité des demandes du dehors au moment où l'exportation du coton était arrêtée par le blocus des ports du Sud, peuvent expliquer jusqu'à un certain point le phénomène, mais non pas au delà de ce que nous avons si souvent appelé la limite des frais d'expédition de numéraire. Nous sommes conduits à chercher un autre élément de valeur, un élément qui soit moins limité dans son action, et cet élément, nous le trouverons dans la dépréciation de l'agent de la circulation, qui, de tous les éléments qui déterminent le prix des effets étrangers, est le seul dont on puisse dire qu'il amène des fluctuations sans limites. L'adoption de la loi qui suspendait les payements en espèces aux États-Unis, et qui autorisait le gouvernement à émettre du papier-monnaie inconvertible, a déplacé la limite normale du pair des espèces. L'étendue de la hausse qui pouvait se produire dans le prix des lettres de change est devenue, par le fait, une question indéterminable. On pouvait prévoir que les effets d'une circulation dépréciée se développeraient jusqu'aux dernières limites; la hausse dans les changes étrangers devenait possible, et n'était plus limitée à une

faible proportion pour 100, mais pouvait atteindre 50 pour 100, même 200 pour 100. Dans les États du Sud, le change sur Londres monta en fait à 400 pour 100.

L'expérience ne pouvait rien apprendre quant aux limites probables de fait, et la théorie pouvait simplement établir, comme un résultat certain, que chaque émission nouvelle de papier inconvertible donnerait évidemment lieu à une hausse progressive, proportionnée à la dépréciation de l'agent de la circulation. Mais ce qui est étrange, c'est que, dans les États du Nord, la hausse ne se soit en réalité produite que très longtemps après le moment où l'on devait s'y attendre; de sorte que les Américains commençaient à croire qu'il était possible de faire travailler la planche au papier-monnaie, sans que l'or s'écoulât et sans que le restant de la circulation fût déprécié. Les causes du retard dans la hausse sont très dignes d'examen, quoique la complexité des faits rende fort difficile un résultat certain. On a suggéré deux causes, qui sont l'une et l'autre suffisamment plausibles : la première, c'est que, pendant les premiers mois de l'émission du papier-monnaie par le gouvernement, les banques privées ont fait rentrer leurs billets dans une très grande proportion, de sorte que la circulation to-

tale ne s'est pas augmentée autant qu'on aurait pu s'y attendre; l'autre raison est que l'espace sur lequel se répand la circulation américaine est si vaste, que les effets d'un excès dans l'émission du papier ont été moins rapidement ressentis[1].

On a dit aussi qu'il existait antérieurement dans l'Ouest un besoin considérable de signes monétaires, et qu'il y avait, par conséquent, un grand vide à remplir. Quoi qu'il en soit, la satisfaction des Américains, en voyant que les émissions du papier-monnaie se faisaient sans amener une forte baisse dans sa valeur, cette satisfaction fut de courte durée, et les théories de l'économie politique furent à la fin entièrement justifiées ; une hausse sans exemple se produisit sur les changes américains, le change étant monté par degrés, en un peu plus d'une année, de 110 à 180. Dans un chapitre précédent, nous avons essayé de mesurer autant que possible l'étendue probable des variations du change, quand cette variation a pour cause une circulation dépréciée, et nous avons montré que, dans un pays où la prime sur l'or

1. Dans une critique sur la seconde édition de ce travail, on a suggéré deux autres causes qui sans aucun doute ont eu également de l'action, à savoir : la contraction générale du crédit sur toute la surface des États-Unis, et les énormes dépenses de guerre, deux circonstances qui devaient avoir pour conséquence une absorption considérable de l'instrument monnaie.

n'était pas interdite par la loi, le prix des effets étrangers devait s'élever dans la même proportion que le prix de tous les articles du commerce, numéraire compris, prix nominalement rehaussé par la dépréciation ; en d'autres termes, dans la proportion de la perte du papier-monnaie ou de la prime sur l'or. En dehors de cette proportion, le fait de la dépréciation de l'agent de la circulation n'aurait aucune action sur le mouvement des prix. Et, dans le fait, si l'on examine le prix des effets étrangers à New-York, et le prix de l'or, on voit que ces deux prix ont constamment monté et baissé ensemble. Avant que la circulation fût dépréciée, le pair effectif du change pour les effets sur l'Angleterre s'exprimait, comme nous l'expliquerons tout à l'heure, par le chiffre 109. Quand l'or est monté, les effets étrangers ont monté autant au-dessus de 109 que l'or est monté au-dessus du pair. Entre la prime sur l'or et le prix des effets en monnaie sterling, il s'est produit le même écart, avec les mêmes différences dans la limite de ces écarts, que celles qui existaient, en temps normal, entre le pair nominal du change et la prime moyenne effective des effets anglais; seulement l'écart, qui était auparavant de 9 pour 100, étant alors calculé lui-même en une monnaie dépréciée, était en ap-

parence, mais en apparence seulement, plus grand qu'autrefois.

Afin de faire comprendre tout à fait ce que nous venons de dire, il est nécessaire que nous fassions connaître la manière dont est calculée en Amérique la valeur des effets sur l'Angleterre. La base du calcul est que 40 dollars équivalent à 9 livres, de sorte que le dollar vaudrait 4 s. 6 d.; mais ce pair fictif du change ne coïncide pas avec la valeur réelle de l'or dans le dollar et dans le souverain ; les 9 livres valent 9 pour 100 de plus que les 40 dollars, poids pour poids d'or[1], ce qui réduit la valeur du dollar à environ 4 s. 1 1/2 d. Quand on achète des effets sur l'Angleterre, on rectifie le calcul en ajoutant 9 dollars par chaque 100 dollars employés à l'achat. En fait, aussi longtemps qu'une circulation en or a existé des deux côtés de l'Atlantique le pair effectif du change entre New-York et Londres se traduisait par une prime nominale d'environ 9 pour 100, ou pour employer les expressions techniques, les effets sur Londres se maintenaient à 109 quand les changes étaient en état d'équilibre. La différence ou prime de correc-

1. La différence exacte entre les quantités d'or contenues dans 9 souverains et dans 40 dollars est plus près de 9 1/2 que de 9 ; mais la cote que nous avons donnée dans le texte est suffisamment exacte pour notre raisonnement.

tion de 9 pour 100 *en monnaie d'or* était modifiée, soit en hausse, soit en baisse, parmi les diverses influences dont nous avons montré l'action sur les changes étrangers, l'état des engagements, le taux de l'intérêt, et en somme, l'offre et la demande; mais elle constituait le pair moyen avec les espèces. Quand la circulation a été dépréciée, quand le prix des effets, comme de toute autre chose, a été exprimé en dollars qui ne valaient plus une certaine quantité d'or, mais en dollars d'une valeur dépréciée, on devait s'attendre à ce que cette même différence effective de 9 pour 100 en or entrerait toujours dans la composition du prix des effets étrangers, et qu'elle s'exprimerait au moyen de son équivalent en dollars-papier ; en d'autres termes, on devait s'attendre à ce que ces 9 pour 100 fussent augmentés exactement dans la proportion de la prime de l'or. Si donc, avant l'émission du papier-monnaie, l'acheteur d'un effet sur l'Angleterre le payait 100 dollars plus 9 dollars, il devait avoir, dans le cas d'une hausse de 50 pour 100 sur la prime de l'or, à payer d'abord 150 dollars au lieu des 100, et ensuite 13 dollars et 1/2 au lieu des 9, c'est-à dire la moitié en sus de ce que nous avons appelé la prime de correction. En conséquence, si, quand l'or était à 150, le prix des effets était à

163 1/2, ce prix correspondait à celui de 109 à l'époque où il n'y avait pas de prime sur l'or. Le prix pouvait s'élever à 165 ou toucher à 161, selon l'offre et la demande; mais le cours moyen pouvait être calculé par le procédé que nous avons décrit.

Des causes de perturbation ont surgi à la suite d'actes législatifs qui intervinrent dans le libre commerce de l'or, et qui eurent pour conséquence de faire varier de temps en temps la valeur relative des effets et du numéraire, à cause de certains inconvénients que présentaient les opérations sur l'or, du fait de la loi. Des taxes sur les transactions en or devaient avoir la même action qu'aurait eue un accroissement de dépense sur les expéditions d'or, et devaient, en conséquence, augmenter l'écart entre la prime de l'or et celle des effets.

Outre les taxes mises sur les transactions en or, d'autres circonstances pouvaient engager les personnes qui avaient besoin d'or ou d'effets à préférer un mode plutôt que l'autre et amener par occasion des demandes artificielles. On craignait incessamment, par exemple, que le gouvernement ne prît des mesures directes ou indirectes pour prohiber l'or à la sortie; il résultait de ces craintes qu'on donnait la préférence à l'espèce

de remise dont la sortie ne pouvait pas être prohibée. Si l'or ou les effets étaient achetés comme placement et pour être gardés quelque temps jusqu'au moment de s'en servir en guise de remise, on perdait des intérêts sur l'or et on en recevait sur les effets jusqu'au jour de la revente, les effets devaient valoir d'autant plus qu'ils étaient plus près d'échoir. D'autres charges et d'autres risques analogues, mais qu'il est inutile de spécifier, étaient imposés aux possesseurs d'or, et ne l'étaient pas aux porteurs d'effets. Toutes ces considérations, mais particulièrement la crainte d'une intervention de l'État, tendaient à rendre plus sensible l'écart entre l'or et les effets, et se traduisaient, à certains moments, par des mouvements violents dont la seule dépréciation de la monnaie ne pouvait rendre compte.

L'état extraordinaire des changes américains, pendant la période dont nous venons de parler, est extrêmement difficile à expliquer simplement ; mais il offre un sujet d'étude très instructif en faisant ressortir, quelquefois par leur rencontre, quelquefois par leur opposition, les différents éléments de la valeur du change. La dépréciation de la circulation par suite de l'émission des *greenbacks* a exercé, il est vrai, une influence si prépondé-

rante, qu'il est difficile de découvrir l'action des autres éléments de la valeur des changes sur les cours. Toutefois, ces autres éléments, tant que les affaires internationales ne sont pas arrêtées, ne peuvent être complètement annihilés.

Ainsi, les Américains ayant envoyé des fonds dans notre pays afin de mettre une portion de leur fortune à l'abri d'une dépréciation possible et toujours progressive de la circulation, il en était résulté des demandes actives d'effets sur l'Angleterre. On prétend que les banquiers anglais ont reçu des capitaux considérables de leurs correspondants américains, parce que c'était évidemment le moyen le plus sûr pour ces correspondants de mettre leur fortune à l'abri des pertes, tout en s'assurant un intérêt modéré. En Amérique, toute espèce de placement en banque était sujet à une dépréciation qui allait en augmentant chaque jour, et les fortunes placées en valeurs payables en dollars fondaient avec rapidité. On faisait beaucoup de placements en or ; mais, comme nous l'avons expliqué, c'était dangereux, à cause de l'intervention possible du gouvernement, et cela ne produisait rien puisqu'on perdait l'intérêt. Les remises sur les pays étrangers avaient ce double avantage d'offrir aux capitaux un place-

ment sûr et rémunérateur; beaucoup de millions sterling ont été dans ce but envoyés en Europe. Quelques personnes se sont étonnées que les remises de New-York n'aient pas été aussi considérables qu'on aurait pu le supposer. Mais une partie des capitaux qui avaient de cette façon pris le chemin de l'Angleterre ont été exportés par des voies indirectes; ces capitaux étaient expédiés des ports de la Californie, au lieu de l'être du port de New-York. On évitait ainsi le risque très grand des envois d'espèces de Californie à New-York, et on atteignait aussi convenablement le but qu'on avait en vue, qui était simplement de faire des remises en Europe. Sans ces expéditions d'or, la demande des effets aurait été plus grande qu'elle ne l'a été en réalité.

Les Américains avaient besoin de fonds en Angleterre, non seulement par les motifs que nous avons indiqués, mais aussi pour payer les grandes quantités d'approvisionnements militaires qu'ils achetaient dans notre pays, aussi bien que pour solder les marchandises européennes, toujours nécessaires en vue des besoins immédiats, quoique les affaires eussent été restreintes dans la plus large mesure. On ne pouvait, à cause du blocus, trouver à New-York des traites d'exportateurs de coton : on

ne trouvait pas non plus de traites d'exportateurs de blé, le commerce des blés ayant été réduit par suite des récoltes abondantes de l'Europe. Aussi, malgré les envois d'or de la Californie, la demande d'effets a-t-elle été fort grande, et cette demande a-t-elle eu une influence sensible sur l'augmentation de la prime des effets stipulés en livres sterling. On ne doit pas oublier que cet accroissement de la prime ne pouvait toutefois dépasser le montant des frais et des risques, et, dans le sens le plus général, des inconvénients de toutes sortes auxquels on était soumis si l'on expédiait du numéraire. Car, aussitôt que la différence entre la prime de l'or et la prime des effets sur l'Angleterre dépassait les 9 pour 100, dont nous avons parlé, plus la prime sur ces 9 pour 100, plus la dépense de l'expédition du numéraire, aussitôt, disons-nous, il y avait avantage, comme nous l'avons déjà expliqué, pour ceux qui désiraient faire des remises, à expédier du numéraire ; et comme la sortie de l'or n'avait pas été prohibée, il y avait toujours une possibilité de faire des remises en or.

Malgré beaucoup de contradictions apparentes, la hausse des changes américains a été, en réalité, gouvernée par les quelques principes simples que nous avons fait ressortir au commencement de ce

traité. Au milieu des faits particuliers complexes qui se sont produits, l'action de quelques causes générales qui dominent tout se montre avec assez de clarté, et nous le répétons, la hausse du prix des effets sur l'étranger, à la suite d'une émission illimitée de *greenbacks* pouvait être prédite avec une certitude absolue.

Il est moins facile d'expliquer la baisse rapide des changes qui s'est produite après la bataille de Gettysbourg et l'ouverture de Mississipi. Mais la difficulté consiste plutôt dans l'explication de la baisse de la prime sur l'or que dans celle de la prime sur les effets étrangers, celle-ci étant simplement la conséquence de celle-là ; ce qui n'empêche pas d'ailleurs, qu'en fait d'interprétation des changes étrangers la prime sur l'or ne soit qu'un effet indirect et non point une cause. Comme nous avons suivi pas à pas la progression en hausse des prix de l'or, il peut être intéressant d'examiner brièvement l'histoire de la baisse. Le trop-plein de la circulation ayant créé la prime, on pouvait croire qu'une diminution dans les émissions pût seule en réalité amener une baisse correspondante. La conversion d'une partie des *greenbacks* en consolidés était une mesure qui devait avoir une action dans ce sens ; mais, comme elle

était accompagnée d'émissions nouvelles, l'effet s'en trouvait immédiatement neutralisé. En outre, cette conversion était déjà commencée avant la baisse, et même à une époque où la prime montait encore ; il n'y a donc aucun doute et on ne peut attribuer à cette conversion la baisse subite qui s'est produite. La baisse était due plutôt à cette opinion qui s'est tout d'un coup répandue, que la quantité de papier-monnaie serait réellement diminuée, soit par une conversion nouvelle et plus effective, soit par un remboursement en numéraire, dans un délai plus rapproché que celui qui paraissait possible aux jours les plus sombres des affaires du Nord. C'est à peine si l'on peut asseoir un jugement sur la question de savoir si la baisse de l'or était justifiée ou non, sans s'aventurer à émettre une opinion sur les intentions du gouvernement de Washington et sur les moyens qu'il avait de réduire une circulation créée uniquement pour ses besoins. Mais une confiance générale des Américains, dans le pouvoir et dans la volonté du gouvernement de faire quelque chose dans ce sens, exerçait sans doute une partie de l'influence qu'auraient exercée des mesures réellement prises par le gouvernement. Cette confiance avait, en outre, pour résultat d'engager les personnes qui

avaient thésaurisé de l'or, par crainte d'une dépréciation nouvelle dans la circulation, et qui avaient même été quelque peu alarmées par les mesures gouvernementales prises contre ces thésaurisations, à vendre aussi vite que possible les quantités d'or qu'elles possédaient, abandonnant ainsi toute espérance d'une hausse nouvelle. On prétend aussi que le gouvernement a contribué par des moyens quelque peu artificiels à une baisse prématurée de la prime de l'or, en jetant sur le marché des sommes importantes qu'il avait pu se procurer et qu'il s'était en fait procurées, à ce que l'on croit, pour cet objet. Si tout cela était vrai, une réaction était tout à fait probable. On ne peut agir contre un excès d'émission de papier-monnaie que par une contraction ultérieure ; il peut être possible, par des moyens artificiels, d'escompter le résultat à venir, mais non de le produire ; et si des mesures ne sont pas prises pour faire succéder des améliorations permanentes à des expédients temporaires, on peut prévoir que le prix de l'or remontera encore une fois[1].

D'un autre côté, l'adoption de mesures défini-

1. L'exactitude de cette prévision a été démontrée par les faits avant même que la seconde édition n'ait paru ; une nouvelle hausse s'est produite dans le prix de l'or, et cette hausse a fait de nouveaux progrès au milieu d'un grand nombre de fluctuations.

tives est devenue plus facile parce que les Américains sont, à certains égards, dans une situation favorable, leur circulation étant dépréciée uniquement par des causes intérieures, sans intervention de causes étrangères. Il est probable que les Américains ont vis-à-vis de l'Europe moins d'engagements qu'ils n'en ont eus à aucune époque antérieure depuis longtemps, et ils ont en outre cet avantage que, possédant de grands dépôts de fonds en Europe, ils ont la possibilité de reprendre, au moment même où ils en auront besoin, une grande partie de l'or qu'ils ont perdu. Quant à savoir jusqu'à quel point la reprise des affaires de coton peut affecter les changes et forcer l'Europe à expédier du numéraire en Amérique, cela dépend d'un grand nombre de circonstances ; ce sera une question de temps et de coïncidence plus encore que d'engagements pris. Les Américains auront besoin d'une grande quantité de marchandises européennes ; et la question sera de savoir s'ils peuvent nous fournir de coton plus vite que nous ne pourrons les fournir de marchandises. Il est probable que nos besoins de leur coton seront plus urgents que leur besoin de nos produits ; seulement ce qui est moins certain, c'est la possibilité de trouver immédiatement la quantité de coton nécessaire,

tandis qu'on peut reprendre tout de suite, s'il le faut, l'exportation de nos produits sur l'échelle antérieure. Toutefois, comme il est sûr que nous aurons, en somme, besoin de coton très vite, et comme le commerce du coton est désorganisé, il sera difficile de trouver du crédit, et l'on aura besoin de faire plus de payements comptants. Ce qui paraît dominer en définitive, c'est la nécessité probable d'une exportation du numéraire d'Angleterre, exportation qui ne s'étendra peut-être pourtant pas aussi loin qu'on le croit généralement. Une considération plus importante est celle de savoir si les Américains eux-mêmes seront impatients de recevoir de l'or pour rétablir leur circulation métallique, ou si, eu égard à leurs faibles engagements vis-à-vis de l'étranger, ils ne prendront pas leur parti de laisser leur circulation dans l'état de dépréciation où elle se sera trouvée à la fin de la guerre, espérant peut-être qu'elle se remettra d'elle-même. Ce qu'on peut chercher à déterminer, c'est la valeur que l'or aura pour eux, s'ils n'en demandent pas pour leur circulation intérieure, croyant pouvoir y suffire tout aussi bien avec du papier, et s'ils n'en demandent pas pour liquider les engagements envers l'étranger, puisque, dans notre

hypothèse, ils sont comparativement libres de ces sortes d'engagements.

Néanmoins, si les Américains ne sont pas en mesure de prendre immédiatement de grandes quantités de marchandises européennes, le seul équivalent que nous puissions leur envoyer en échange de leur coton, ce sera de l'or. On doit donc s'attendre à voir se développer l'une des deux conséquences suivantes : ou bien les circonstances que nous avons relevées mettront à la disposition des Américains d'abondantes ressources métalliques, et alors, sans qu'il existe chez eux d'intention d'améliorer immédiatement leur circulation, la prime de l'or baissera, et baissera d'une telle quantité, qu'elle aura pour effet de hâter cette amélioration en dépit de l'indifférence des nationaux ; ou bien il se produira, et cette seconde conséquence est tout aussi probable, une tendance à l'accroissement des importations, au lieu d'une tendance à l'amélioration de la circulation. Il s'en suivra une élévation générale des prix qui aura pour résultat une grande activité dans toutes les affaires. L'excitation que fait le plus souvent naître une circulation excessive de papier-monnaie, et qui conduit à faire des importations au delà de toute limite,

produira son plein effet, et les engagements vis-à-vis de l'étranger, qui seront la conséquence de ces importations, absorberont le surplus d'or que la situation que nous avons définie devait mettre entre les mains des Américains. Dans le premier cas, les finances américaines pourront traverser sans catastrophe l'épreuve actuelle ; dans le second cas, qui est le plus probable, il sera impossible d'éviter cette catastrophe finale.

Les cas particuliers qui se sont produits dans l'état des changes étrangers nous ont offert une occasion naturelle d'analyse, mais nous n'avons pas eu l'intention de les produire comme s'ils donnaient une histoire complète des faits; ce ne sont que des exemples par lesquels nous avons voulu éclairer la question générale de l'interprétation des changes, car c'est là l'objet spécial du présent chapitre.

En décrivant l'état des changes américains en 1861, nous avons prouvé que, pour avoir omis l'élément le plus important de la valeur des changes, c'est-à-dire les engagements internationaux réciproques, on avait été conduit, tout d'abord, à interpréter faussement l'exportation parfaitement naturelle du numéraire, et qu'on s'était trompé ensuite sur la durée probable du phénomène. En

nous appliquant à l'étude des mêmes changes pendant les deux années suivantes, nous avons vu qu'il fallait s'attacher avant tout à la dépréciation de la circulation pour interpréter les fluctuations remarquables qui se sont produites. Nous avons vu également, dans les deux cas, qu'il ne fallait pas perdre de vue les autres éléments de valeur, tout en attribuant une influence prépondérante à l'un deux; mais nous avons, avant tout, constaté qu'il fallait toujours chercher une cause fondamentale et réelle, et qu'il fallait se garder de supposer, comme on le fait quelquefois, que l'action des spéculateurs puisse faire autre chose que modifier, hâter ou retarder l'effet des causes naturelles.

On suppose quelquefois, par exemple, au moment de l'exportation des espèces, qu'il s'agit simplement de ce qu'on appelle une opération de change entreprise par une certaine classe de spéculateurs, dont les affaires consistent à profiter des différences de prix sur les effets étrangers à divers moments; ces spéculateurs achètent les effets quand ils sont à bon marché pour les revendre à bénéfice. et expédient quelquefois du numéraire au dehors pour acheter des effets sur leur propre pays, si les prix sont temporairement bas ou descendent au pair des espèces. L'or ne sortira

certainement pas, si ces spéculateurs en change ou cambistes, pour employer l'expression technique, peuvent se procurer des effets courts. On doit les considérer comme des personnes qui veulent placer des fonds dans un autre pays. Tant qu'ils pourront se procurer des effets courts pour les quantités qu'ils désirent, c'est-à-dire tant qu'il existera suffisamment de dettes de l'étranger, au profit de leur propre pays, payables immédiatement, tant qu'ils pourront se faire transférer ces dettes et les passer à d'autres, ils n'exporteront pas d'or. Une exportation d'or prouve donc, quelle que soit la qualité de l'exportateur, que la quantité des effets courts sur les pays étrangers est sur le point d'être épuisée, et qu'il reste peu de chose à réclamer au pays où le numéraire est expédié; cela veut dire que la balance des engagements est temporairement contraire au pays pris pour exemple.

Une autre conséquence peut être tirée des remarques précédentes. On suppose souvent que l'or n'est jamais exporté que s'il en résulte un profit pour celui qui l'expédie, ce qui est une supposition évidemment fausse. La locution dont on se sert souvent quand on dit que le taux des changes dans un pays est à un tel prix qu'il n'y a

pas de profit à faire sur les expéditions d'or est une locution dont il faut se garder soigneusement de tirer des conclusions qui seraient erronées. C'est un fait jusqu'à un certain point bon à connaître, mais qui ne prouve pas du tout que l'exportation du numéraire ait cessé d'être nécessaire ou naturelle ; il faut bien que ceux qui sont engagés envers un pays y envoient du numéraire, s'ils ne peuvent pas trouver d'effets ; il est bien autrement important de chercher à connaître si la balance des engagements est liquidée. Les changes peuvent rester exactement au pair des espèces pendant longtemps, sans offrir aucune chance de profit aux cambistes, et pendant ce temps il peut y avoir un écoulement incessant de numéraire pour liquider des engagements. Il est indispensable de considérer quelles sont les dettes à payer, avant de se former un jugement sur ce qu'on appelle un drainage de numéraire. Il n'est pas aussi superflu que beaucoup de personnes peuvent le croire, d'insister fréquemment et fortement sur ce point, car on entend souvent, en fait, des hommes qui devraient être très versés dans ces matières tenir continuellement un langage qui s'éloigne pratiquement des principes que nous avons exposés, quoiqu'il soit parfaitement exact en théorie.

La question des profits dans les opérations de change doit être maintenue dans des limites très strictes ; si l'on sort de ces limites, on ne fait que rendre plus obscure l'action normale des causes naturelles, loin d'y jeter une lumière nouvelle. Ceux qui réalisent des profits sur les changes sont ceux qui, par l'observation, prévoient une demande d'effets en excédent des offres, et qui les achètent par anticipation, afin de les vendre plus cher, quand les acheteurs naturels, qui ont besoin d'effets pour leurs remises, viendront les demander plus tard sur le marché. Lors même que les changes sont au pair des espèces, il peut y avoir un bénéfice réalisable, quoique sur une échelle très limitée, par ceux qui ont sur les places étrangères des succursales de leurs maisons, et qui ont organisé un service spécial à cet effet ; ils peuvent, par l'économie de la commission et par la réduction des charges, expédier du numéraire à meilleur marché que ne peuvent le faire effectivement les négociants ou les manufacturiers qui ont des remises à faire. Ils font des expéditions d'or, et vendent des lettres de change tirées contre cet or à ceux qui ont besoin de faire parvenir des fonds à l'étranger, réalisant un petit profit pour les avantages qu'ils procurent aux autres. Toutefois,

ceci n'est en réalité qu'un détail ; et en ce qui concerne les changes et les principes qui en déterminent le taux, il est tout à fait indifférent que les gens endettés vis-à-vis des pays étrangers, à savoir les importateurs, les marchands ou les consommateurs, expédient l'or eux-mêmes, ou bien qu'au lieu d'expédier l'or, ils payent une petite commission à des cambistes et à des marchands de numéraire, qui exportent l'or en gros, pour vendre au détail les traites tirées contre cet or à tous ceux qui ont des remises à faire. C'est à des époques tout à fait anormales qu'on peut faire de grands profits sur les expéditions d'espèces, et encore faut-il que les pays auxquels on expédie du numéraire soient situés à des distances très considérables. Ceux qui ont assez de sagacité pour se faire envoyer du numéraire à temps, et avant que d'autres en aient prévu la nécessité, ont l'avantage de pouvoir acheter des effets au-dessous du pair des espèces, si les vendeurs d'effets ont un besoin urgent de recevoir immédiatement leur équivalent. Si ce besoin n'existait pas, le vendeur des effets aurait, nous l'avons prouvé, un avantage certain à les envoyer à l'encaissement là où ils sont payables, et il attendrait le retour des espèces plutôt que de laisser faire à ceux qui ont du numéraire



à l'endroit voulu, pour se l'être fait expédier par anticipation, un profit qui serait une perte pour lui. Quand on peut agir tout de suite, et quand les communications sont rapides, comme entre Londres et Paris, c'est à peine s'il est possible de faire d'autre profit sur les expéditions d'or que celui qu'on peut réaliser par une économie dans les frais. Il n'y a que les maisons ayant un service monté pour cet objet qui puissent faire un bénéfice ; c'est une sorte de commission que leur paye le reste de la communauté. Quand la distance est grande, il y a beaucoup plus de marge, car des mois pouvant s'écouler avant que le produit des effets ne soit converti en numéraire, les négociants qui peuvent entreprendre de donner du numéraire sur place, sont souvent à même de faire leurs conditions.

On peut, cependant, déterminer assez nettement les limites dans lesquelles l'action naturelle des changes peut être ralentie, ou, au contraire, excitée par les opérations des cambistes. Dans le cas d'une baisse graduelle des changes dans un pays étranger, dans le cas où, laissés à eux-mêmes, les changes pourraient tomber au-dessous du pair des espèces parce que les infortunés tireurs d'effets ne pouvant attendre le retour des expéditions d'espèces faites pour leur compte

sont obligés de demander tout de suite leur équivalent; dans ce cas, les spéculateurs en effets étrangers peuvent modifier considérablement la situation, s'ils ont prévu l'occurrence et s'ils se sont fait expédier des espèces avant les besoins, s'assurant pour eux-mêmes un profit modéré, mais épargnant aux tireurs un sacrifice plus lourd. Ce sont des circonstances qu'il faut nécessairement connaître et qu'il faut savoir apprécier, quand on étudie ce que signifie le cours des changes, dans un pays donné, à un moment donné, mais qui ne peuvent jamais détruire l'action de ces éléments généraux, qui déterminent la base du prix des effets.

On a fait remarquer à plusieurs reprises, que de tous les éléments de la valeur du change, le plus fondamental se trouve dans la situation des engagements internationaux réciproques, entendus dans le sens le plus général, situation dont l'influence se fait sentir à un degré plus ou moins fort dans toutes les affaires de change. Mais, pour ne pas s'égarer en cherchant ce que signifient les fluctuations du change étranger, il ne faut jamais perdre de vue que cette cause particulière de fluctuation ne produit, dans tous les cas, que des variations limitées. Il faut se rappeler également

qu'il y a un état particulier du cours des changes qui, indépendamment de toute autre cause de perturbation, indique une différence dans la valeur des monnaies. Les faits qui se rapportent à cet état particulier sont remarquables, en ce que la variation s'étend alors bien au delà des limites dans lesquelles elle est ordinairement renfermée, quand elle a simplement pour origine des excédents d'importation ou d'exportation ; les oscillations sont beaucoup moins réglées et les mouvements deviennent plus excentriques. Il ne faut pas oublier non plus l'influence du crédit ou du discrédit ; et quand on traverse une époque de panique où la confiance est temporairement ébranlée, il faut prendre garde de ne pas attribuer, ce qui serait une erreur, la baisse dans le prix des effets à une balance contraire du commerce ou à une dépréciation de la monnaie. Il faut encore avoir présent à l'esprit que des mouvements soudains dans les changes peuvent indiquer la situation réciproque du taux de l'intérêt dans les différents pays. Le taux de l'intérêt n'affecte pas seulement la valeur des effets à long terme, dont le prix, quand il diffère de celui des effets à court terme, est exclusivement réglé par la valeur de l'argent et par l'état du crédit, mais il affecte également la valeur des effets à vue eux-

mêmes, parce que la hausse ou la baisse du taux de l'intérêt fait naître certains mouvements de capitaux de pays à pays. Le fait le plus général dont les changes soient l'indice, est le degré d'intensité des demandes en effets sur l'étranger, quelle que soit d'ailleurs la cause première de ces demandes. Il est clair qu'on peut tout aussi bien trouver cette cause dans le désir d'envoyer dans un pays étranger des capitaux pour les employer à des conditions d'intérêt élevé, que dans le besoin de liquider une dette existante. Le taux élevé de l'intérêt attire les capitaux du dehors, et l'effet de cette tendance se fait immédiatement sentir sur les changes.

Nous avons passé en revue les principes les plus élémentaires des transactions qui ont rapport aux changes, et nous avons établi en fait que les effets étrangers, à la valeur desquels nous attachons tant d'importance, ne sont que les instruments par lesquels s'opèrent les payements entre les différents pays. Il devient évident qu'on peut, au moyen du prix de ces effets, discerner la force du courant qui porte les capitaux sur un point ou sur un autre, et lire d'une façon infaillible, dans les variations de ce qu'on appelle le taux des changes, les effets de toutes les influences qui retardent, arrêtent ou

activent la force de ce courant. De là vient la relation intime qui existe entre les variations du taux de l'intérêt et les fluctuations des changes étrangers, relation qu'on a depuis longtemps reconnue, et qui constitue un des faits principaux à considérer dans l'étude des questions monétaires.

CHAPITRE VI

EXAMEN DES PRÉTENDUS CORRECTIFS DES CHANGES ÉTRANGERS

Dans le chapitre précédent, nous avons pris pour sujet l'interprétation des changes étrangers ; nous avons à rechercher maintenant comment la conclusion de nos études peut nous conduire à des résultats pratiques. De même qu'on a pris l'habitude de dire, en parlant des changes, qu'ils sont favorables ou défavorables, de même on dit généralement que les changes étrangers peuvent être corrigés. L'exactitude de cette expression est également discutable ; elle dépend du sens qu'on veut y donner et de la question de savoir si la correction est désirable ou si elle ne l'est pas. Il faut, en tout cas, se mettre dans l'esprit que ce n'est pas la situation effective des changes qui doit être en réalité corrigée, mais que c'est l'état de choses dont les changes ne sont que l'expression.

Nous avons vu que certain état du commerce, ou certaines combinaisons de payements à faire,

amenaient une situation considérée comme défavorable à un point de vue monétaire. Une modification à cet état du commerce, un changement dans les combinaisons de payement, devraient donc exercer une influence dans une direction contraire. Si l'on s'est fait une idée juste des causes qui ont amené ce qu'on appelle une situation défavorable, ne peut-on y apporter un remède, soit directement, soit indirectement, à supposer toutefois qu'il soit à désirer qu'on remédie à la situation, ou qu'en d'autres termes, on arrête l'exportation de l'or ? Les exportations de numéraire sont, ainsi que nous l'avons déjà dit, une conséquence de la balance des dettes, ou bien le résultat d'une différence dans le prix des capitaux, ou bien encore une suite des variations dans la valeur de l'agent de la circulation. Quand l'exportation du numéraire peut être attribuée à cette dernière cause, la question de savoir comment on peut corriger les changes défavorables se confond alors avec l'examen des remèdes à employer pour relever une circulation dépréciée et pour rétablir l'équilibre. Dans le chapitre précédent, nous avons fait ressortir avec quelque longueur, par les exemples tirés de l'Amérique, les rapports intimes qui existent entre les faits de dépréciation et le taux

des changes étrangers ; mais nous sortirions des limites de nos recherches actuelles si, à propos des prétendus correctifs des changes, nous voulions aborder tout ce qui a rapport à la circulation. Ce que nous pouvons dire, c'est que le rétablissement d'une circulation dépréciée est un de ces correctifs ; mais il ne peut pas nous convenir d'examiner plus à fond dans ce moment comment on peut effectuer ce rétablissement. Nous nous renfermons donc dans la discussion des cas où la situation défavorable que nous étudions a pour cause des faits résultant d'engagements internationaux réciproques, ou une différence dans la valeur de l'argent sur deux points donnés; en d'autres termes, nous nous bornerons aux cas où les fluctuations auront été causées par quelque trouble dans la balance ordinaire du commerce, ou par la hausse et la baisse du taux de l'intérêt.

On trouvera généralement que ces deux influences opèrent en même temps dans des directions opposées ; l'argent sera cher et rare dans les pays qui doivent beaucoup à l'étranger, et abondant dans les pays qui ont fait des exportations considérables ; les intérêts élevés attireront l'argent dans les pays d'où les espèces sortiront pour payer les dettes étrangères. Une balance contraire du

commerce, aussi longtemps que son action sera effective, rendra difficile le placement des effets tirés sur les pays dont les dettes sont les plus considérables, et favorisera l'exportation des espèces, tandis qu'un taux élevé d'intérêt, qui se produit en général en même temps qu'une exportation ou qu'une crainte d'exportation de numéraire, ranimera la demande des effets sur ledit pays et en fera monter la valeur sur les autres places. Il y aura une tendance générale à se procurer les moyens de remettre des capitaux au marché sur lequel ils ont le plus de valeur.

En 1861, par exemple, lorsque les engagements excessifs de l'Angleterre vis-à-vis de l'Amérique (résultat des importations de coton et de blé) eurent fait baisser le prix des effets anglais à New-York, et eurent rendu inévitable des remises d'espèces à faire aux États-Unis, le taux élevé de l'intérêt en Angleterre, que cette situation avait amené, fut si encourageant pour les banquiers du continent, qu'on vit remonter le prix des effets jusqu'au pair des espèces, et que les étrangers furent, en fin de compte, amenés à faire des remises en numéraire. Il semble résulter avec évidence de ce qui précède que, dans les cas où les changes sont manifestement défavorables à un pays, sans

autre cause que l'état de la balance des engagements, on ne peut rétablir l'équilibre que par deux moyens : le premier est d'accroître les exportations et de diminuer les importations; le second est d'élever le taux de l'intérêt. Quand les payements à faire pour acquitter le prix de marchandises importées dépassent continuellement, pendant une longue période de temps, le montant des rentrées à faire pour prix des exportations, le redressement de la balance ne peut évidemment se faire qu'à la condition d'un arrêt dans la souscription des engagements nouveaux, c'est-à-dire à la condition d'un changement dans le cours du commerce. Si une nation, prenant avantage d'un crédit illimité, importe et consomme plus qu'elle n'exporte et plus qu'elle ne gagne, elle se précipite nécessairement dans un état de dette, et ne peut améliorer sa position qu'à la condition de consommer moins et de produire plus. Néanmoins, si le pays que nous avons pris en exemple n'éprouve qu'un dérangement temporaire, si, tout en consommant plus qu'il ne produit, dans les six premiers mois il exporte plus qu'il n'importe dans les dix derniers mois, il peut faire comme un individu qui attend ses revenus, et emprunter pour franchir l'intervalle. En offrant un taux d'intérêt plus élevé,

il pourra se procurer une prolongation de crédit jusqu'à ce que, par le cours naturel des choses, il paye sa balance par un accroissement ultérieur de ses exportations ; ou bien, s'il n'obtient pas cette prolongation de crédit, il pourra trouver des tiers disposés à lui faire une avance. Dans l'hypothèse que nous avons faite d'un pays qui dépense plus qu'il ne peut, et qui, par des importations nouvelles, ne fait qu'accroître le mal, en perdant de vue pour un certain temps le danger réel qu'il court, dans cette hypothèse, il faut désirer que le taux de l'intérêt reste élevé. L'action de la valeur des capitaux sur les prix en général, en vertu des principes bien connus qui déterminent le rapport de cette valeur aux prix, amènera une diminution dans l'importation et fera, en conséquence, vraisemblablement diminuer la quantité des engagements. Mais ce que nous avons à présent surtout à examiner, c'est l'action d'une élévation du taux de l'intérêt dans les cas plus ordinaires de fluctuations temporaires et de conjonctures soudaines, comme la perte d'une récolte, ou bien un engouement général qui donne lieu à une exagération absurde des prix, ou enfin, une guerre qui entraîne des dépenses excessives. Dans ces différents cas, lorsque les ressources d'un

pays sont paralysées pour le moment et que ses engagements se sont accrus, il est très désirable, il est même tout à fait nécessaire de faire comprendre clairement, non seulement aux banquiers et aux négociants, mais au public tout entier, la rapidité et l'efficacité d'un remède tel que l'élévation du taux de l'intérêt, parce que la hausse du taux de l'intérêt est bien alors le résultat naturel d'un semblable état de choses. Ceux qui s'imaginent que ce qu'ils appellent un taux oppressif d'intérêt augmente les pertes et les difficultés que rencontre le monde commercial dans de semblables circonstances, ceux-là sont dans l'erreur la plus complète. La théorie l'a prouvé, et la pratique a confirmé la théorie de la façon la plus absolue : il n'y a pas de remède plus efficace pour sortir d'embarras que d'offrir aux capitalistes étrangers une tentation de remplacer ce qui fait défaut au pays quand, à la suite des circonstances passagères dont nous avons parlé, on craint de voir les exportations d'or dépasser le montant de ce qu'on peut raisonnablement enlever à la circulation, ou quand on prévoit un retrait assez considérable de capitaux et de monnaie pour rendre difficile, vu la rareté des espèces, de conduire les affaires du pays sur le même pied qu'auparavant.

Une importation de capitaux est à souhaiter pour remplacer ceux que le pays doit perdre pour un temps, puisque le pays doit acquitter, au moyen de ses propres capitaux, les engagements pris antérieurement. Cette importation de capitaux, on ne peut la faire naître qu'en offrant l'avantage d'un intérêt élevé. Cet intérêt doit être plus élevé que celui que les capitalistes peuvent obtenir chez eux, et suffisant pour les indemniser de tous les frais à supporter pour faire passer des capitaux d'un pays dans l'autre. Le cours des changes montrera d'une façon sensible si la tentation est assez forte pour que cet objet se réalise. Si les effets tirés sur le pays où l'intérêt est élevé sont en demande croissante, et si leur prix monte, ce sera un indice que l'élévation du taux de l'intérêt produit l'effet d'attraction voulu. Lorsque le public anglais surveillait avec anxiété les expéditions hebdomadaires d'or vers l'Amérique, on lui disait, pour le tranquilliser, que l'état des changes continentaux semblait prendre un tour qu'on supposait favorable, on entendait par là que le continent recherchait avec ardeur les effets sur l'Angleterre ; on voyait dans ce fait un symptôme qu'il se préparait des envois de fonds pour l'Angleterre, et que les capitaux allaient passer du

continent chez nous. Plus le prix des effets monte, plus on approche du pair des espèces, et plus on touche au moment où les remises sont faites, non plus en papier, mais en or. L'achat d'effets pour placer son argent en Angleterre a des conséquences identiques à une expédition d'or, car tout effet anglais, entre les mains de capitalistes continentaux, donne pouvoir de retirer de l'or de chez nous. On pourrait nous objecter que nous avons parlé de l'élévation du taux de l'intérêt, comme si l'on pouvait, par des moyens artificiels, rendre l'argent plus ou moins cher. Mais le fait est, comme nous l'avons déjà fait remarquer, que le taux de l'intérêt s'élève par le cours naturel des choses, quand il se produit une exportation considérable d'espèces. La rareté causée par les expéditions de numéraire a une tendance à faire monter la valeur des capitaux, et les établissements de banque, dans leur intérêt particulier, qui est dans ce cas identique avec l'intérêt du public, accélèrent ce résultat autant que cela est en leur pouvoir. Ce serait arrêter la marche de notre argumentation au point où la discussion est maintenant parvenue, que de se demander si c'est le capital ou si c'est l'argent qui est devenu rare par l'exportation du numéraire, et si c'est l'argent ou le

capital que l'on peut attirer par une élévation du taux de l'intérêt. Quoi qu'il en soit, on comprendra que l'élévation du taux de l'intérêt puisse offrir des facilités à ceux qui veulent faire des placements avantageux. Un pays qui paye ses dettes au dehors envoie une portion de son capital quand il exporte des espèces; les banquiers étrangers qui expédient de l'or pour acheter des effets anglais nous fournissent, pour un temps, un capital qui remplace celui qui est sorti. En même temps, on est bien obligé de reconnaître que l'exportation du numéraire est une perte d'espèces pour le pays, et que les importations d'or du dehors viennent remplacer les espèces qu'on a perdues auparavant. Dans tous les cas, c'est la facilité offerte par le taux élevé de l'intérêt pour effectuer des placements avantageux qui engage, dans le sens le plus pratique et le plus général, à faire des expéditions de numéraire et qui fait, en réalité, affluer l'or du dehors.

On a pu juger complètement de l'efficacité du correctif sur lequel nous avons donné des explications étendues dans le cas d'un change soi-disant défavorable, depuis que la Banque d'Angleterre a adopté le système de faire varier le taux

minimum de son escompte[1], avec plus de rapidité et plus d'énergie qu'elle ne le faisait autrefois. Ce n'est pas que nous supposions à la Banque d'Angleterre la puissance de rendre l'argent cher ou bon marché. Avant l'act de 1844, quand la Banque avait le privilège d'une émission illimitée, son influence sur le marché financier était certainement très grande. Mais aujourd'hui que ses ressources sont aussi strictement limitées que celles de tout autre établissement financier, son action sur le prix de l'argent ne s'étend pas au delà des limites de sa propre réserve en billets; si elle prêtait ses billets au public à un taux plus bas que ne l'autoriseraient les demandes d'escompte, elle ne pourrait maintenir en baisse le prix de l'argent que pour quelques jours ou pour quelques semaines.

L'importance réelle des variations dans le taux minimum de l'escompte à la Banque ne consiste pas dans l'action que cette variation exerce, mais dans les indications qu'elle apporte sur l'état du marché. La fixité du taux minimum a cet effet qu'il devient, dans la pratique, un maximum pour le public. Les personnes dont le crédit est bon

1. La Banque d'Angleterre détermine non pas le taux absolu auquel elle prend les effets à l'escompte, comme le fait la Banque de France.

sont presque toujours en état de se procurer de l'argent à un taux un peu inférieur à celui de la Banque ; et la Banque d'Angleterre est en général, pour cette raison-là, la dernière à sentir la pression des demandes d'argent. Il en résulte qu'une augmentation dans le taux de la Banque signifie ordinairement qu'une pression préalable a été exercée sur toutes les autres sources de l'escompte, et que la demande a atteint la dernière réserve du pays. Quelquefois, la Banque peut élever le taux de son escompte, pour des raisons intérieures et par suite de quelque appréhension particulière ; mais la raison générale de la hausse est celle que nous avons indiquée. C'est pourquoi les capitalistes étrangers attachent une si grande importance aux variations du minimum de la Banque d'Angleterre, et ils font bien. Ils regardent avec raison ces variations comme indiquant un changement dans la valeur de l'argent, plutôt que comme témoignant d'une intention quelconque d'agir sur les prix.

En fait, la hausse de l'escompte à la Banque est presque toujours suivie d'un changement favorable des changes, et réciproquement, aussitôt que

mais le taux le plus bas auquel elle prend les effets, sous réserve d'élever le prix selon les cas particuliers. Le public n'a pas droit à une égalité de traitement, comme en France. — *Note du traducteur.*

le taux de l'intérêt s'abaisse, les changes deviennent moins favorables. Cela veut dire, dans le premier cas, qu'il y a une tendance à la demande d'effets sur l'Angleterre, comme un moyen de placer des capitaux en Angleterre, afin de profiter des taux existants ; dans le second cas, cela veut dire qu'il y a réaction, qu'on demande chez nous les effets tirés sur les places étrangères, afin de renvoyer le capital. Il y a, dans le premier cas, c'est-à-dire quand le taux de l'intérêt s'élève, peu d'acheteurs ici pour les effets sur les places étrangères, parce que les créanciers étrangers donnent à leurs débiteurs du temps, et préfèrent attendre pour profiter de l'intérêt au taux anglais, qu'on suppose avantageux. Dans le second cas, quand le taux de l'intérêt s'abaisse, les créanciers étrangers ne trouvant plus d'avantage à laisser en suspens la liquidation de leurs créances, demandent le règlement des comptes qu'ils avaient ajourné.

Il est facile de comprendre et d'apprécier, sans même être familier avec les affaires de banque, l'influence générale d'un taux élevé d'intérêt pour attirer les capitaux et, par conséquent, pour faire varier le cours des changes étrangers ; mais il peut résulter du même fait des conséquences d'une nature plus technique. On se rappelle que,

si l'on considère la masse des engagements d'un pays, la plus grande partie en est représentée par des lettres de change ayant quelque temps à courir. Ces lettres de change restent rarement dans les mains des tireurs ; les unes sont employées à faire des remises immédiates au pays dans lequel les effets sont payables, les autres sont vendues aux banquiers ou capitalistes qui désirent faire un placement d'argent, et qui obtiennent un certain intérêt pendant le temps qui s'écoule entre la date de l'émission et celle de l'échéance. Cet intérêt s'acquiert par une diminution sur les prix des effets. Une traite payable à trois mois de date, est payée par le banquier au même prix qu'une traite à vue, déduction faite de trois mois d'intérêt, et l'intérêt déduit n'est pas le taux d'intérêt courant dans le pays d'où l'effet est tiré, mais le taux d'intérêt sur la place où l'effet est payable. L'acheteur serait ainsi obligé de subir l'escompte de l'effet dans le pays étranger au taux courant de ce pays, s'il voulait rendre l'effet qu'il a acheté équivalent à une traite à vue ; le tireur peut de son côté supporter cette déduction au même taux sans qu'il lui en coûte rien ; car, en donnant trois mois de grâce à l'accepteur étranger pour se liquider, il reçoit de lui par contre un intérêt jusqu'au jour

de l'acquittement de la dette par le paiement de l'effet, et cet intérêt compense la perte qu'il subit dans le prix de l'effet lui-même. On voit donc que, lorsque les effets étrangers sont achetés comme placement, c'est dans le but d'obtenir l'intérêt plus élevé qui existe à l'étranger, au lieu de l'intérêt plus bas qui existe chez soi. C'est une circonstance qu'il est très important de ne jamais oublier, car cette tendance se produit toujours quand le taux de l'intérêt est particulièrement élevé dans un pays dont le crédit, d'ailleurs, n'est pas ébranlé. En fait, les profits que peuvent faire ce que nous pouvons appeler les acheteurs d'effets par spéculation, tiennent généralement à la différence qui existe entre les taux d'intérêt. L'intérêt est différent dans le pays où l'effet est acheté et dans le pays sur lequel il est tiré, et la concurrence permet au vendeur de s'assurer une partie du bénéfice de l'écart. Supposons qu'en Allemagne le taux de l'intérêt soit à 3 pour 100 et en Angleterre à 5 pour 100, les personnes qui ont dans leur portefeuille des effets à trois mois sur l'Angleterre ne seront pas obligées de subir un escompte de 5 pour 100 qu'il y aurait à déduire selon les principes que nous venons d'établir ; un grand nombre d'acheteurs, pour s'assurer 1 pour 100

de plus que le taux de l'intérêt le plus élevé qu'elles peuvent avoir chez elles, n'exigeront pas une déduction plus forte que 4 pour 100 par rapport au prix qu'elles consentiraient à donner pour un effet à vue, au lieu d'une déduction de 5 pour 100 qui semblerait naturelle. Il faut remarquer que ces déductions plus ou moins considérables ne se traduisent pas par une diminution dans le taux de l'intérêt, mais par une diminution dans le prix de l'effet, qui est plus cher ou meilleur marché; cependant, il vaut mieux considérer cette différence sous ce que nous pouvons appeler sa première forme, afin de discerner plus clairement l'action du taux de l'intérêt.

Nous allons maintenant examiner un point qu'il est aussi très important d'éclaircir. Il y a toujours entre les mains des banquiers et des personnes qui font le change, à quelque époque que ce soit, une grande quantité d'effets sur tous les pays; ces effets, on les conserve dans quelques cas pour spéculer sur la hausse ou la baisse de leur prix, mais la plupart du temps aussi pour l'intérêt qu'on peut en tirer. Les effets sur l'Angleterre sont à l'étranger un placement de faveur, parce qu'ils portent, le plus souvent, intérêt à un taux plus élevé que le taux en cours sur le continent. A

Paris, à Berlin, à Francfort, à Hambourg et dans les autres villes du continent, le montant des effets sur l'Angleterre possédés par les banquiers ou les grandes compagnies s'élève souvent à plusieurs millions sterling. Des sommes très importantes restent pendant plusieurs mois dans ces mains étrangères ; elles y restent, en général, depuis la date de la création de l'effet jusqu'à celle de son échéance. C'est un fait trop considérable pour pouvoir être passé sous silence. S'il arrivait un jour que le taux de l'intérêt tombât ici plus bas que sur le continent, toute cette masse d'effets serait inévitablement et immédiatement renvoyée à Londres pour y être escomptée à ce taux inférieur ; le produit de l'escompte serait expédié en or sur le continent, pour y être employé en valeurs locales à un taux d'intérêt que nous avons supposé plus élevé. Tant que le taux de l'escompte à Londres est plus élevé que celui qu'on obtient ailleurs, les banquiers étrangers sont, au contraire, tentés de garder les effets dans leurs portefeuilles jusqu'au jour de l'échéance. La dette, il faut se le rappeler, que représentent les lettres de change, et sans laquelle ces lettres de change ne pourraient pas exister, doit être payée tôt ou tard, mais l'époque à laquelle elle peut être payée dépend jusqu'à un

certain point du taux de l'intérêt. Si l'intérêt est élevé, on laissera les effets mûrir à l'étranger ; s'il est bas, toute la masse des effets pourra être retournée en Angleterre pour y être escomptée aussitôt après leur création, et l'on exportera le numéraire tout de suite, au lieu de l'exporter trois mois plus tard.

Si, pour prendre un exemple, tandis qu'il y a du numéraire à exporter d'Angleterre en Amérique, il se produit une hausse dans le taux de l'intérêt, ce sera pour les capitalistes étrangers un motif de garder leurs effets sur l'Angleterre jusqu'au dernier moment, ou même de faire des remises en Angleterre pour placer le produit de ces remises à un taux plus élevé. Que l'on procède d'une façon ou de l'autre, il en résultera à l'étranger une demande d'effets, et le prix desdits effets devra monter. Par contre, il devra se produire en même temps en Angleterre une baisse sur le prix des effets étrangers ; car, s'il existe un placement avantageux à faire en Angleterre, les maisons anglaises en profiteront pour tirer sur leurs correspondants du dehors, ce qui amènera vraisemblablement sur le marché un concours de vente. Comme il y a un désir supposé de laisser les capitaux en Angleterre plutôt que de les en retirer, il

y aura peu de personnes qui se présenteront pour acheter les effets, et cela fera la baisse. La hausse des effets sur l'Angleterre à l'étranger est toujours en rapport avec la baisse en Angleterre des effets étrangers, car il y a toujours deux manières de liquider toute transaction internationale. Le créancier peut tirer un effet sur son débiteur, ou le débiteur peut remettre un effet à son créancier; les mêmes causes qui rendent difficiles au créancier de vendre son effet avec avantage rendent donc également difficile au débiteur d'acheter avec avantage la remise qui lui est nécessaire. Quant les effets sur l'Angleterre baissent de prix à l'étranger, les effets sur le continent montent de prix à la bourse de Londres; lorsque la hausse de l'intérêt produit un courant de capitaux vers l'Angleterre, il y a beaucoup de demandes d'effets sur Londres à des prix élevés et, réciproquement, il y a absence de demande et baisse de prix en Angleterre pour les effets tirés d'ici sur les places étrangères.

On a vu dans de certaines occasions et pour un certain temps, subsister des différences entre les taux d'intérêt existant dans deux pays, par exemple, en Angleterre et sur le continent; on peut se demander, après avoir lu les observations qui

précèdent, comment un pareil écart peut se maintenir en dépit des courants rapides de capitaux qui s'établissent d'un pays vers un autre et qui paraissent devoir remplir les vides au fur et à mesure qu'ils se produisent. On peut se demander comment le taux de l'intérêt peut s'élever pendant un certain temps à 6 pour 100 à Londres, tandis qu'il reste à 2 ou 3 pour 100 à Hambourg et sur d'autres places du continent; il y a là comme un mystère qui a tourmenté bien des gens pendant les différentes périodes où le taux de l'intérêt à Londres a dépassé dans une si forte proportion le taux de l'intérêt sur le continent : cependant, c'est une question qu'on peut résoudre avec la plus grande facilité.

Dans le cas de Hambourg, nous devons tenir compte de ce fait, qu'il existe une circulation différente en Angleterre et à Hambourg. Les capitalistes de Hambourg qui, dans notre hypothèse, ont tant de capitaux à placer qu'ils ne peuvent obtenir que 2 pour 100 d'intérêt, possèdent ces capitaux en argent. La possibilité qu'ils auront d'envoyer le surplus de leurs capitaux en Angleterre, dépendra donc de la possibilité de vendre avec avantage de l'argent en Angleterre. La marche naturelle de l'opération serait d'expédier

de l'argent en Angleterre, de l'y vendre à son prix, et d'employer le produit de la vente à escompter des effets au taux élevé d'intérêt qui existe en Angleterre. Plus tard, quand ces effets viendront à l'échéance, quand les banquiers de Hambourg voudront reprendre possession de leurs capitaux, ils auront à changer les souverains dans lesquels les effets anglais sont payables contre de l'argent ; ils payeront peut-être une prime pour cela, puis ils expédieront cet argent à Hambourg ; c'est la marche complète et théorique de l'opération. Le banquier envoie de l'argent ; il en emploie la valeur pour un temps en effets payables en or, et réexpédie de l'argent à Hambourg quand les effets sont échus. A la fin de l'opération, lorsqu'il fera sa balance, il trouvera d'abord en sa faveur la différence entre le taux de Hambourg et le taux de Londres, et nous avons supposé que cette différence n'était pas moindre de 4 pour 100. Toutefois comme nous avons supposé en outre un placement de fonds pour trois mois seulement, notre banquier n'aura profité de la différence que pour un quart de l'année et son profit brut ne s'élèvera pas à plus de 1 pour 100 ; mais il aura à déduire de cette différence de 1 pour 100, que des circonstances favorables lui ont permis

de gagner, la double dépense de la remise d'espèces et du retour, puisqu'il a d'abord expédié son argent en Angleterre et qu'il l'en a fait revenir ensuite ; en outre, il peut perdre, et ce serait un nouveau sacrifice, par la différence entre le prix auquel il aura vendu son argent à l'arrivée en Angleterre et le prix auquel il en aura acheté une quantité semblable pour faire rentrer son capital chez lui. Il est très facile de voir que la dépense des expéditions de numéraire et que la perte sur l'argent peuvent dépasser de beaucoup le bénéfice de 1 pour 100 que nous avons supposé ; on comprend donc que, sous l'empire de certaines circonstances, il puisse exister naturellement, entre le taux d'escompte à Hambourg et le taux en Angleterre, une différence aussi forte que 4 pour 100, sans que les capitaux disponibles de Hambourg soient expédiés sur notre marché ; mais, en même temps, il faut bien admettre qu'il peut y avoir une différence assez grande pour que les chances de perte et de frais soient couvertes, et au delà par l'accroissement de l'intérêt, comme, par exemple, si le taux élevé en question pouvait être obtenu sur des effets à six mois, au lieu de l'être sur des effets à trois mois. Pendant la plupart des périodes de hausse d'intérêt en Angle-

terre, on recevait ici pour compte des banquiers étrangers des ordres considérables d'acheter des effets à six mois; on donnait ouvertement la préférence au papier long, parce qu'on s'assurait le taux d'intérêt avantageux pour une période de temps plus longue ; la dépense probable des remises en numéraire et les risques de perte sur l'argent restant les mêmes, les chances de gain étaient presque doublées, ou, du moins, on avait une marge beaucoup plus considérable pour couvrir les risques.

L'exemple de Hambourg, avec sa circulation d'argent, est une preuve sans réplique des difficultés qu'on rencontre lorsqu'il s'agit de faire passer des capitaux d'un pays dans un autre. Il nous montre également les avantages d'un taux élevé d'intérêt pour vaincre ces difficultés, quand on désire attirer les banquiers étrangers afin de soulager notre marché. Lors même qu'il existe dans les deux pays qu'on envisage une circulation identique, on peut concevoir aisément dans chacun des deux pays, et au même moment, une différence très grande dans le taux respectif de l'intérêt. Ce que, dans ce cas, il faut considérer tout d'abord, ce sont les frais d'envoi et de retour du numéraire. Suivant la distance qui sépare les

deux pays, il pourra y avoir plus ou moins de différence dans les taux d'intérêt. Pour Paris et Londres, il ne peut jamais y avoir de grandes différences, car les frais d'envoi et de retour du numéraire sont réduits au minimum de la dépense. Il ne faut pas oublier, cependant, qu'une très petite augmentation de dépense peut causer de grands obstacles. D'un côté, le taux de l'intérêt est calculé pour une année, tandis que le bénéfice ne porte en général que sur une opération à trois mois, ce qui réduit au quart l'avantage de la différence et, d'un autre côté, la totalité de la dépense est supportée par une seule affaire. Si la dépense est réduite à un demi pour 100, il faut une différence de 2 pour 100 sur le taux de l'intérêt, ce qui fait un demi pour 100 pour trois mois, avant qu'il y ait aucun avantage.

Si donc l'on suppose que les capitalistes parisiens chiffrent à un demi pour 100 la dépense de l'expédition du numéraire en Angleterre, et s'ils comptent sur un change assez favorable pour pouvoir se faire renvoyer sans frais ce même numéraire, il ne faut pas moins qu'un écart de plus de 2 pour 100 entre les deux taux d'intérêt, avant qu'ils puissent gagner quelque chose sur une expédition d'or qui aurait été faite de France, uniquement

dans le but de profiter de la différence d'intérêt.

Cette simple explication montre qu'un léger accroissement dans le taux de l'escompte est insuffisant pour faire venir de l'or du continent, lorsque les circonstances sont telles que les effets sur l'Angleterre sont en petit nombre, mais que l'accroissement du taux de l'intérêt doit atteindre un chiffre élevé avant qu'on puisse trouver un avantage certain. Il est donc évident que c'est une erreur de dire que, si le taux de 6 pour 100 n'a pas fait entrer de l'or, ni le taux de 8 pour 100, ni une fraction quelconque en plus ne pourront en faire importer. On s'est pourtant demandé bien souvent, lorsque la Banque a porté le taux de son escompte à 8 pour 100, s'il était probable, le taux de 7 pour 100 n'ayant pas réussi à faire affluer l'or, qu'avec 2 pour 100 de plus on pût obtenir un résultat. Nous espérons que les observations précédentes ont éclairé ce point d'un jour suffisant. Une différence de 4 pour 100 sur des effets à trois mois étant nécessaire pour couvrir 1 pour 100 de dépense, les premiers tant pour cent ne font guère que balancer les frais probables de l'expédition du numéraire ; mais, aussitôt que la dépense ou le risque de la dépense sont couverts, ce qui est, en réalité, à peu près identique par ce qu'on

appelle habituellement la perte du change, alors toute fraction supplémentaire dans le taux qui donne un avantage dans l'escompte, se transforme en bénéfice assuré. Si donc on a besoin d'or, il faut élever le taux de l'escompte jusqu'à ce qu'on ait dépassé la limite en question et, dans certains cas, s'arrêter en route, c'est comme si l'on n'avait rien fait.

La quantité des effets sur l'Angleterre paraissant à peu près inépuisable, les opérations prendront dans la pratique une forme quelque peu différente de celle que nous venons de considérer, mais on admettra que la tendance est celle que nous avons signalée. Quand le taux de l'intérêt monte en Angleterre, il en résulte sur le continent un désir général de profiter de la circonstance pour envoyer des capitaux en Angleterre, afin de jouir des avantages d'un bon placement temporaire. Mais comment la transmission des capitaux en Angleterre pourra-t-elle être effectuée ? Il est certain que ce sera au moyen d'effets tant qu'on pourra s'en procurer, et tous ceux qui auront en portefeuille des effets sur l'Angleterre à vendre, se trouvant en possession d'un article sur lequel il se produit une demande soudaine, pourront exiger un prix plus élevé. La concurrence fera monter

les prix jusqu'à ce que les remises en effets soient presque aussi dispendieuses que des expéditions de numéraire. Ceux qui vendent des effets et ceux qui les achètent pour faire des remises, se partageront alors le bénéfice qu'aurait pu faire, au taux ordinaire du change, une personne qui aurait acheté des effets pour placer en Angleterre des fonds à un intérêt avantageux. Quand la demande des effets est grande, l'acquisition des lettres de change, peut, en définitive, devenir aussi coûteuse qu'un envoi d'espèces, et comme, par suite des achats, la quantité des effets tend à devenir insuffisante, l'or est, en fait, expédié.

Telle est l'explication technique de la hausse rapide du prix des effets tirés sur un pays quelconque, quand il se produit dans ce pays une hausse sur le taux courant de l'intérêt. C'est une hausse causée par la concurrence de ceux qui veulent s'assurer le véhicule le plus convenable et le plus rapide pour le transport des capitaux, concurrence qui n'est elle-même qu'une suite de la hausse dans le taux de l'intérêt. Une baisse dans le taux de l'intérêt a, réciproquement, pour conséquence une baisse dans le prix des effets ; c'est une force qui agit toujours avec la même énergie, qui est toujours suivie des mêmes ré-

sultats. Il est donc clair que rien ne peut être plus puissant, que rien ne peut être plus efficace qu'une élévation rapide du taux de l'escompte pour arrêter la sortie de l'or et pour conjurer les conséquences qui en résultent. C'est le seul moyen de retenir ce que l'on est sur le point de perdre, et de remplacer ce qui est déjà sorti. L'effet naturel d'une semblable mesure n'est pas de produire la rareté de l'argent (ce n'est pas une cause de rareté, c'en est souvent une conséquence), mais de porter remède à cette rareté, de l'atténuer en offrant une prime au reste du monde, qu'on invite par là à envoyer le capital ou l'argent sur le marché où il est le plus cher.

Nous ferons ici une nouvelle allusion au rôle rempli par cette nature d'effets étrangers, dont nous avions déjà parlé, et qui, ne représentant aucune dette antérieure, ne sont pas soumis aux mêmes lois que les dettes réciproques des différents pays, mais agissent plutôt sur les changes dans une direction contraire. Quand les dettes d'un pays vis-à-vis d'un autre pays sont à peu près réglées, c'est-à-dire quand presque tous les effets de l'un sur l'autre, et réciproquement, sont tirés, remis et acquittés, il doit arriver naturellement que le prix des effets restants soit extrême-

ment élevé. D'un autre côté, l'émission des billets qui ne représentent pas d'affaires de marchandises, qui n'ont d'autre base que le crédit, et dont la quantité n'a, par suite, d'autres limites que la confiance dans les provisions à faire ultérieurement, cette émission agit dans un sens directement contraire, c'est-à-dire qu'elle tend à faire baisser le prix des effets. A certains moments, il peut donc arriver que l'émission de ces sortes d'effets puisse avoir une action matérielle sur l'exportation de l'or, mais seulement pendant le temps que ces effets ont à courir; car, aussitôt que les fonds en sont faits, leur première influence est immédiatement neutralisée. Ceux qui tirent ainsi des effets à crédit peuvent y être conduits par deux motifs différents; ils peuvent vouloir se procurer l'usage des capitaux produits par la négociation des effets dans un but légitime ou non, et cela pour les deux mois que les lettres de change ont encore à courir, c'est-à-dire pour la période de temps à l'expiration de laquelle ils ont besoin de rentrer dans leur argent pour acheter des remises. Ils peuvent aussi penser qu'au moment de l'échéance de leurs traites, il y aura sur le marché une plus grande quantité d'effets, et qu'ils trouveront l'occasion de faire un bénéfice en ache-

tant leurs remises à un prix inférieur à celui qu'on leur a donné pour leurs traites. L'émission des traites tirées à crédit, et non pas contre une dette, c'est-à-dire des traites qui rendent le tireur débiteur, au lieu de faire rentrer dans ses mains le montant d'une créance, est une opération qui peut, pour un temps, relever les négociants du pays d'où on les tire de la nécessité d'expédier du numéraire, s'ils ont des engagements, ou qui peut les mettre à même de faire des remises à meilleur marché, s'ils ont des ordres d'achat à donner. Cette façon d'agir peut rendre un service important, en jetant comme un pont entre les saisons où l'on exporte et celles où l'on importe, évitant ainsi le double voyage qu'on aurait fait faire au numéraire.

Mais quand ce n'est pas le cas, l'émission de cette nature d'effets peut amener des conséquences dangereuses ; car si, pour le moment, on obtient un répit en fournissant de cette manière à une demande qui ne peut être satisfaite autrement, il faut, après un certain temps, retirer des sommes équivalentes à celles qu'on a mises en circulation et ajouter d'autant à la difficulté.

Sur le continent, on use souvent de ces effets comme d'une machine à extraire de l'or d'An-

gleterre et, en réalité, comme d'un moyen d'emprunter sur le marché anglais. On fait des traites, payables à trois mois, on les envoie à Londres, on les fait escompter, on en met le produit en or, et on expédie l'or au dehors. Quand les changes sont défavorables au continent, c'est-à-dire quand un effet sur l'Angleterre produit un plus grand nombre de dollars ou de florins que d'habitude, de semblables effets créent une abondance artificielle et peuvent empêcher les prix de monter au pair des espèces.

Il n'est pas nécessaire d'entrer dans d'autres détails sur les différents artifices et sur les manœuvres de banque dont usent ceux qui spéculent sur les changes, c'est-à-dire sur la hausse et la baisse du prix des lettres de change, pour influencer, ou pour contrecarrer ce qu'on peut appeler les variations naturelles ; mais il fallait noter l'existence de toutes ces spéculations et montrer leurs conséquences, pour prévenir les erreurs qu'on peut commettre en confondant des fluctuations artificielles et temporaires avec celles qui sont la conséquence naturelle et inévitable de lois régulières et définies.

L'objet de notre traité a été de démêler quelques principes élémentaires, les plus importants de

ceux qu'on arrive à connaître par l'étude des changes étrangers, et surtout de montrer le plus clairement que nous avons pu quelle est l'origine, quelle est l'explication naturelle de ces transactions qui, sous une forme plus compliquée, paraissent trop confuses et trop techniques pour être aisément comprises par le public en général. Ces principes élémentaires n'ont, en réalité, rien de difficile ni de caché. La difficulté n'est pas de les comprendre, quand ils sont exposés avec clarté et dans un langage usuel, — ils semblent alors être des axiomes, — mais bien de les mettre dans un langage usuel et de les exposer clairement.

Si donc la lecture des pages qui précèdent a laissé dans l'esprit des lecteurs plus de confusion qu'auparavant, en ce qui regarde les changes étrangers, il ne faut pas en conclure que le sujet soit trop difficile ou trop technique, ni qu'il soit impossible de le réduire aux méthodes ordinaires des recherches scientifiques, ni que le sujet soit trop encombré par la masse des détails pratiques pour rendre illusoire toute espèce de résultats. Il faut se dire que c'est la faute de l'auteur, s'il n'a pas pu faire entrer clairement dans l'esprit de ses lecteurs ce qui lui paraît si évident à lui-même, s'il n'a pas été assez maître de son langage pour

éviter l'emploi du jargon de la bourse et de la finance.

Les changes étrangers forment le sujet d'une étude qui appelle moins la controverse qu'une analyse minutieuse et attentive. Les principes généraux que nous avons établis, relativement à l'origine des opérations de change, au fondement des engagements internationaux, aux différentes catégories d'effets, aux causes diverses qui agissent sur la variation des prix et aux conclusions à tirer de ces variations, sont plutôt des affirmations de vérités évidentes, quoique complexes, que des matières à discussion. La seule partie de nos recherches qui laisse en réalité un champ légitime ouvert à la discussion, est celle qui traite des correctifs à apporter aux changes défavorables. Pour discuter avec précision sur un objet quelconque, pour apprécier avec justesse la valeur des théories contradictoires que cet objet fait naître, il faut comprendre, avant tout, les faits avec clarté. Le but de cet ouvrage aura été complètement atteint, si nous avons pu répandre des notions plus exactes et plus positives sur les principes généraux, et sur les faits élémentaires qu'on rencontre dans l'étude des lois qui régissent les changes étrangers.

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION DU BUDGET DE 1875

SUR LE PAYEMENT

DE

L'INDEMNITÉ DE GUERRE

ET SUR LES OPÉRATIONS DE CHANGE QUI EN ONT ÉTÉ LA CONSÉQUENCE

Par M. LÉON SAY

Membre de l'Assemblée nationale.

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION DU BUDGET DE 1875[1]

(5 août 1874)

MESSIEURS,

Votre commission a demandé à M. le Ministre des finances et cherché, dans les documents publics ou privés, des renseignements sur la grande opération de change au moyen de laquelle l'indemnité de guerre a été transportée de France en Allemagne, et elle estime que ces renseignements doivent vous être communiqués dans un exposé méthodique. C'est cet exposé qui fait l'objet de ce Rapport.

Les préliminaires de paix signés à Versailles,

1. Cette commission est composée de MM. Raudot, *président;* le comte Daru, *vice-président :* Bardoux, le vicomte de Rainneville, le comte Octave de Bastard, le comte de Ravinel, *secrétaires;* Plichon, l'amiral de la Roncière Le Noury, le général Martin des Pallières, le duc d'Audiffret-Pasquier, Léon Say, Villain, Gouin, Peltereau-Villeneuve, Duclerc, l'amiral de Montaignac, Vidal, Haentjens, Rouher, Benoît (Meuse), Bertauld, Wolowski, Pouyer-Quertier, le comte d'Osmoy, Rousseau, Cordier, Dauphinot, le général Valazé, Rouveure.

le 26 février 1871, avaient stipulé, dans l'article 2, le payement de 5 milliards de francs, dont 1 milliard en 1871, et le reste dans un espace de trois années. Il n'était fait dans ce document aucune mention de la nature de la monnaie dans laquelle les versements devaient être effectués; ce n'est que quelques jours plus tard, lors de la signature de la convention de Ferrières, le 11 mars 1871, qu'il est parlé, dans l'article 15, du thaler au cours de 3 fr. 75, et du florin d'Allemagne au cours de 2 fr. 15, comme pouvant servir au payement de la contribution de guerre.

L'article 7 du traité de paix signé à Francfort, le 10 mai 1871, précisait davantage les époques et les formes du payement. Les échéances étaient déterminées comme il suit:

30 jours après le rétablissement de l'ordre dans Paris	500.000.000
Dans le courant de 1871	1.000.000.000
Le 1er mai 1872	500.000.000
Le 2 mars 1874	3.000.000.000
Total	5.000.000.000

Le gouvernement français devait, en outre, payer le 3 mars de chaque année les intérêts au taux de 5 pour 100 l'an sur les trois derniers milliards, tout en conservant la faculté, à charge de

prévenir trois mois à l'avance, de devancer par des acomptes l'échéance finale du 2 mars 1874. Dans le cas où le gouvernement français userait de cette faculté, les intérêts devaient cesser de courir à partir du jour de l'anticipation.

Quant au mode de payement, il consistait en or ou en argent, en billets de la banque d'Angleterre, de la banque de Prusse, de la banque royale des Pays-Bas, de la banque nationale de Belgique, en billets à ordre ou en lettres de change négociables de premier ordre, valeur comptant sur ces mêmes pays.

Le change du thaler était fixé à 3 fr. 75 et celui du florin d'Allemagne à 2 fr. 15, comme nous l'avons vu plus haut, en vertu de l'article 15 de la convention de Ferrières[1]. Mais, pour les autres valeurs, on n'en avait pas déterminé le change par cette raison qu'elles n'étaient pas libératoires. Elles pouvaient être données en payement, mais le montant n'en était porté en compte que pour le produit net, en thalers ou en florins, de la négociation que se réservait de faire le gouvernement allemand. C'est ce qui résulte du paragraphe 3 des observations contenues dans le protocole de signa-

1. Le cours qui a servi à régler définitivement le compte des florins est celui de 7 florins pour 4 thalers, soit 2 fr. 1428.

ture des conventions de Berlin, signé le 12 octobre 1871, et ainsi conçu :

« 3° Il a été convenu que les lettres de change, domiciliées autre part qu'en Allemagne, que la France a remises ou remettra au gouvernement allemand, ne passeront en compte que pour les sommes formant le produit net de leur réalisation, déduction faite des frais de recouvrement. Le cours du change des valeurs remises, servant de base au calcul à établir entre les deux pays, sera celui du jour de la réalisation par l'Allemagne des lettres de change. »

Il y a lieu de faire remarquer, enfin, que la valeur de la portion cédée du chemin de fer de l'Est, fixée à 325 millions de francs par le paragraphe 6 de l'article 1er des articles additionnels au traité de paix du 10 mai 1871, devait être déduite du second demi-milliard du montant de l'indemnité, et que, par exception aux dispositions rapportées ci-dessus, 125 millions pouvaient être versés en billets de la Banque de France, conformément à une convention spéciale signée à Francfort, le 21 mai 1871.

Si l'on ajoute qu'une somme de 98,400 francs redue par le gouvernement allemand à la ville de Paris, par suite du règlement définitif de la con-

tribution des 200 millions, a été portée en compte au gouvernement français, on voit que la situation pouvait s'établir comme il suit :

Indemnité de guerre.....................		5.000.000.000
Payements faits en compte :		
Chemin de fer de l'Est......	325.000.000	
Ville de Paris.............	98.400	
	325.098.400	
Payements faits en billets de la Banque de France........	125.000.000	
	450.098.400	450.098.400
La différence, soit..........		4.549.901.600

restait à payer en numéraire ou en valeurs allemandes, en un certain nombre de versements.

Ces énormes versements ne pouvaient, en aucun cas, donner lieu à l'ouverture d'un compte courant.

Ils devaient être faits à des dates fixées par les traités ou déterminées par des avis donnés trois mois à l'avance.

Plus tard, et par la convention signée à Versailles, le 29 juin 1872, relativement au payement des trois derniers milliards, le gouvernement français fut autorisé à faire des anticipations de 100 millions de francs au moins, après un avis donné un mois à l'avance, mais jamais il ne lui fut permis de verser des acomptes en compte courant.

Il résulte de ces diverses stipulations :

1° Que les payements faits par le gouvernement français, en valeurs anglaises ou hollandaises, en un mot, en valeurs autres qu'allemandes, étaient convertis en valeurs allemandes aux frais du gouvernement français par le gouvernement allemand ;

2° Que les effets allemands appartenant au gouvernement français ne pouvaient pas, au fur et à mesure de leur échéance, donner lieu à des versements en compte ; mais que les fonds encaissés aux échéances diverses de ces effets devaient être déposés chez les correspondants du Trésor français, pour figurer dans des versements dont la date et l'importance avaient dû être fixées à l'avance.

Les époques de versement ont été ultérieurement changées et avancées par la France, pour obtenir une évacuation plus prompte du territoire ; mais le mode de payement a toujours été soumis aux deux obligations indiquées plus haut.

A l'indemnité de guerre de...........	5.000.000.000	»
il faut ajouter les intérêts, soit........	301.145.078	44
de sorte que la dette totale s'est élevée à.	5.301.145.078	44
dont il a été payé : en compte........	325.098.400	»
en billets de la Banque de France.....	125.000.000	»
en numéraire ou en valeurs allemandes.	4.851.046.678	44

Le montant total des sommes remises à l'Allemagne par le Trésor français a dépassé ce chiffre de 14,634,774 fr. 85, sur lesquels le gouvernement allemand a remboursé 700.000 francs, et a fourni compte pour 13,772,566 fr. 29 ; la différence, soit 141,208 fr. 56, reste à régler.

En résumé :

La dette principale s'élevait à.........		5.000.000.000 »
En intérêts ;		
Au 2 mars 1872......	150.000.000 »	
Au 2 mars 1873......	128.600.200 81	
Au 5 septembre 1873.	22.544.877 63	
	301.145.078 44	301.145.078 44
		5.301.145.078 44
Le Trésor a remis en compte ou en valeurs		5.315.758.853 29
ce qui excédait le chiffre total de la dette de..........................		14.613.774 85
Cet excédent a été réduit par remboursement de..........................		700.000 »
à..........		13.913.774 85
Il reste à régler une somme en suspens de.		141.208 56
La différence, soit.......		13.772.566 29
est représentée par l'escompte d'effets non échus, remis en payement, escompte montant à.......		2.412.317 40
A reporter....		2.412.317 40

Report....	2.412.317 40
Et par les pertes sur réalisation et frais de négociation de valeurs remises au gouvernement allemand en devises étrangères et convertie en monnaie allemande au compte du gouvernement français.	11.360.248 89
Ensemble......	13.772.566 29

Les comptes rendus publiés en Allemagne portent à 1 milliard 484 millions 551,274 thalers le montant des sommes reçues de la France, ce qui, à raison de 3 fr. 75 c. par thaler, représente................ 5,567,067,277 50
ou, en plus des sommes indiquées plus haut.................... 251,308,424 21

Cette différence s'explique par les contributions de guerre imposées aux villes de France, y compris celle de Paris, contributions que nous n'avons pas fait figurer dans le compte que nous établissons en ce moment.

L'opération totale a été divisée en deux parties, celle des deux premiers et celle des trois derniers milliards.

L'opération des deux premiers milliards a commencé le 1er juin 1871, et a été close par le payement des intérêts sur les trois milliards restant dus le 6 mars 1872.

Elle s'est effectuée au moyen de deux compensations et de 16 versements. On a compté comme un seul versement la suite des versements partiels auxquels ont donné lieu les payements du solde du premier, des second et troisième demi-milliards, parce que ces versements ont dû être effectués à Strasbourg, au fur et à mesure de l'envoi qui était fait à l'agent français qu'on y avait délégué, des monnaies allemandes, de l'or et de l'argent français et des valeurs de portefeuille. Chaque payement était clos par un reçu allemand lorsque le comptage était terminé. Ce comptage a toujours été long, et pour les monnaies allemandes en particulier, il ne s'élevait pas à plus de 800,000 fr. par jour.

L'opération des deux premiers milliards a compris, tant en capital qu'en intérêts, 2 milliards 161 millions 958,767 fr. 43 c.

Les compensations (valeur du chemin de fer de l'Est et prise en compte du solde redû par l'Allemagne à la ville de Paris) se sont élevées à ..	325.098.400	»
Les billets de la Banque de France, numéraire et valeurs, à..................	1.836.860.367	43
Ensemble........	2.161.958.767	43

La somme de 1,836,860,367 fr. 43 c. se décompose comme il suit:

Billets de la Banque de France........	125.000.000	»
Or français.........................	109.001.502	85
Argent français.....................	63.016.695	»
Numéraire et billets de banque allemands	62.554.115	93
Thalers............................	312.650.509	01
Florins de Francfort................	25.816.752	37
Marcs Banco........................	116.575.592	13
Florins de Hollande.................	250.540.821	46
Francs de Belgique..................	147.004.546	40
Livres sterling.....................	624.699.832	28
Total...........	1.836.860.367	43

L'opération des trois derniers milliards a commencé le 29 août 1872 et a été close le 5 septembre 1873. Elle s'est effectuée au moyen de 17 payements.

Elle a compris, tant en capital qu'en intérêts, 3,153,800,085 fr. 86 c.

Cette somme se décompose comme il suit :

Or français.........................	164.001.555	25
Argent français.....................	176.275.180	75
Numéraire et billets de banque allemands	42.485.029	25
Thalers............................	2.172.663.212	03
Florins de Francfort................	209.311.400	42
Marcs Banco........................	148.641.398	27
Reichs marcs.......................	79.072.309	89
Francs belges.......................	148.700.000	»
Livres sterling.....................	12.650.000	»
Ensemble........	3.153.800.085	86

Si l'on réunit ces deux tableaux en un seul, on a

la composition suivante de la somme de 4 milliards 990 millions 660,453 fr. 29 c.

	PAYEMENT DES deux premiers MILLIARDS	MONTANT DES trois derniers MILLIARDS	TOTAL
	fr. c.	fr. c.	fr. c.
Billets de la Banque de France	125.000.000 »	» »	125.000.000 »
Or français	109.001.502 85	164.001.555 25	273.003.058 10
Argent français	63.016.695 »	176.275.180 75	239.291.875 75
Numéraire et billets de banque allemands	62.554.115 93	42.485.029 25	105.039 145 18
Thalers	312.650.509 01	2.172.663.212 03	2.485.313.721 04
Florins de Francfort	25.816.752 37	209.311.400 42	235.128.152 79
Marcs Banco	116.575.592 13	148.641.398 27	265.216.990 40
Reichs marcs	» »	79.072.309 89	79.072.309 89
Florins de Hollande	250.540.821 46	» »	250.540.821 46
Francs de Belgique	147.004.546 40	148.700.000 »	295.704.546 40
Livres sterling	624.699.832 28	12.650.000 »	637.349.832 28
	1.836.860.367 43	3.153.800.085 86	4.990.660.453 29

Nous expliquerons plus loin les différences qui existent dans la composition des versements afférents à chacune des deux opérations, et nous donnons ci-dessous le tableau des versements par époque.

ÉPOQUE ET MONTANT DES VERSEMENTS FAITS A L'ALLEMAGNE EN NUMÉRAIRE, BILLETS DE BANQUE OU VALEURS

Opération des deux premiers milliards.

1871 1er juin.......	40.000.000 »	
8 juin........	40.000.000 »	
A reporter...	80.000.000 »	80.000.000 »

	Report....	80.000.000 »	80.000.000 »
	15 juin	45.000.000 »	
	1er juillet......	100.461.504 85	
	Du 10 au 31 juil.	274.870.433 89	
	Du 1er au 31 août........	175.059.770 11	
	Du 1er sept. au 2 oct.......	510.006.825 16	
1872	13 janvier.....	84.712.629 36	
	30 janvier......	76.410.890 42	
	1er février.....	7.500.000 »	
	13 février.....	80.852.182 06	
	28 février.....	69.560.521 43	
	6 mars	149.815.042 51	
	8 mars	29.552.396 38	
	Du 5 au 12 mars.	3.000.000 »	
	6 mars (int.)...	150.058.171 26	
		1.836.860.367 43	1.836.860.367 43

Opération des trois derniers milliards.

1872	29 août au 5 sept........	250.831.964 91	
	6 et 7 sept....	255.922.497 71	
	2 au 4 octobre.	100.214.635 71	
	23 et 24 oct...	100.175.786 65	
	6 au 10 nov...	100.010.214 82	
	6 au 10 déc....	200.542.541 44	
1873	11 au 17 janvier.	150.089.285 71	
	6 au 8 février..	200.071.022 37	
	6 au 10 mars..	150.058.320 18	
	1er au 3 mars (int.).......	128.864.058 25	
	1er au 10 avril.	250.118.002 38	
	5 au 10 mai...	250.604.015 40	
	29 mai au 5 juin.	250.410.715 64	
	A reporter...	2.387.913.061 17	1.836.860.367 43

Reports..	2.387.913.061 17	1.836.860.367 43
24 juin au 5 juil.	252.197.427 68	
5 août........	250.223.129 93	
3 au 5 sept....	240.264.912 08	
5 sept. (int.)...	23.201.555 »	
	3.153.800.085 86	3.153.800.085 86
		4.990.660.453 29

II

Après avoir établi la somme totale versée à l'Allemagne, avec les dates des versements et la composition de cette somme en les diverses valeurs qui ont servi à opérer lesdits versements aux époques indiquées, il nous reste à rechercher comment le gouvernement français s'en est procuré le montant, et a converti les fonds qu'il a obtenus en valeurs avec lesquelles il a pu se libérer.

Nous avons vu que les versements totaux se sont élevés à 5.315.758.853 fr. 29 représentant l'indemnité en principal de............................	5.000.000.000 »
les intérêts......................	301.145.078 44
et une provision pour les frais de....	14.613.774 85
sur lesquels 700.000 fr. ont été remboursés et 141.208 fr. 56 sont en litige.	
Ensemble.........	5.315.758.853 29

Les intérêts ont été demandés aux fonds généraux des budgets, et le principal ainsi que les

frais à des emprunts. Il peut paraître oiseux de rechercher sur quels emprunts les payements à l'Allemagne doivent être imputés. Trois grands emprunts ont été faits, le premier est de 1 milliard 530 millions de francs à la Banque de France, et les deux autres par émission de rentes : le premier de 2 milliards 225 millions 994,045 francs, et le second de 3 milliards 498 millions 744,639 fr.

Cependant, comme les premiers versements faits à l'Allemagne l'ont été du 1er au 15 juin 1871, tandis que le premier emprunt en rentes n'a été autorisé que par la loi du 21 juin 1871, on considère qu'il a été employé dans les premiers versements une somme de 125 millions sur l'emprunt fait à la Banque de France, et que le reste provient des ressources fournies par les emprunts publics.

L'imputation des 5 milliards 315,758,853 fr. 29 doit donc être faite comme il suit :

Sur l'opération faite avec le chemin de fer de l'Est	325.000.000	»
Sur l'emprunt fait à la Banque de France.	125.000.000	»
Sur l'emprunt dit de 2 milliards[1]	1.561.958.767	43
Sur l'emprunt dit de 3 milliards[1]	3.002.655.007	42
Sur les fonds des budgets de 1872 et 1873 pour intérêts	301.145.078	44
Total	5.315.758.853	29

1. Nous avons compris dans ces sommes les portions de frais qui

L'emprunt de 2 milliards a été autorisé par la loi du 21 juin 1871, et mis en souscription publique le 27 juin.

Il a produit 2 milliards 225 millions 994,045 fr., qui devaient être versés par les souscripteurs en dix-sept termes, dont le premier en souscrivant, et les seize autres échelonnés de mois en mois, du 21 août 1871 au 21 novembre 1872.

L'emprunt de trois milliards a été autorisé par la loi du 15 juillet 1872, et mis en souscription publique le 28 juillet.

Il a produit 3 milliards 498 millions 744,639 fr., qui devaient être versés par les souscripteurs en vingt et un termes, dont le premier en souscrivant, et les vingt autres échelonnés de mois en mois, du 21 septembre 1872 au 11 avril 1874.

Au 31 juillet 1874, le premier emprunt était liquidé, et le Trésor rentrait dans les derniers retards par la vente des titres sur lesquels il y avait encore des versements à effectuer.

Il ne restait plus à la même date à recouvrer sur le second emprunt que 7 millions 136,000 fr.

Nous donnons ci-dessous le relevé des verse-

ont été payés à l'Allemagne, savoir : 11,958,767 fr. 43 sur les deux premiers milliards, et 2,655,007 fr. 42 sur les trois derniers, ensemble 14,613,774 fr. 85.

ments faits mois par mois sur chacun des deux emprunts :

Emprunt de 2 milliards.

Versement de garantie		323.780.000
1871	Août	967.742.000
	Septembre	159.081.000
	Octobre	135.072.000
	Novembre	69.029.000
	Décembre	95.714.000
1872	Janvier	78.734.000
	Février	44.732.000
	Mars	64.807.000
	Avril	69.235.000
	Mai	69.481.000
	Juin	32.643.000
	Juillet	19.298.000
	Août	24.343.000
	Septembre	18.978.000
	Octobre	19.620.000
	Novembre	16.625.000
	Décembre	7.307.000
1873	De janvier à décembre	8.701.000
		2.224.922.000
Reste à verser au 31 décembre 1873		1.072.000
	Total de l'emprunt	2.225.994.000

Emprunt de 3 milliards.

Versement de garantie		600.376.000
1872	Septembre	781.311.000
	A reporter	1,381.687.000

	Report.........	1.381.687.000
	Octobre	368.559.000
	Novembre	232.300.000
	Décembre.........................	148.322.000
1873	Janvier...........................	234.650.000
	Février...........................	97.949.000
	Mars..............................	90.932.000
	Avril.............................	87.893.000
	Mai...............................	90.371.000
	Juin..............................	71.777.000
	Juillet...........................	93.111.000
	Août..............................	101.256.000
	Septembre.........................	48.654.000
	Octobre	41.015.000
	Novembre	56.029.000
	Décembre	50.284.000
1874	Janvier...........................	72.593.000
	Février...........................	49.350.000
	Mars..............................	94.858.000
	Avril.............................	64.451.000
	Mai...............................	5.399.000
	Juin..............................	7.423.000
	Juillet...........................	2.745.000
		3.491.608.000
Reste à verser au 31 juillet 1874..........		7.136.000
	Total de l'emprunt........	3.498.744.000

III

Si l'on fait le compte du total des versements opérés par les souscripteurs sur les emprunts dans

les caisses du Trésor, à des époques déterminées, et si, à ces mêmes époques, on fait le compte des sommes totales reçues par l'Allemagne sur la contribution de guerre, on peut se convaincre que les fonds destinés au payement de l'indemnité n'ont jamais servi aux dépenses générales des budgets, et ont été employés aussi rapidement qu'il était possible à la libération de la dette qui devait amener la libération du territoire. Pour faire ce rapprochement utilement, il faut d'abord dégager des versements faits sur les emprunts par les souscripteurs ce qui appartient à ce que nous pouvons appeler l'opération allemande, et ce qui appartient aux ressources extraordinaires des budgets, par suite des affectations prononcées par les diverses lois de finance.

Le premier emprunt a produit 2 milliards 225 millions de francs et, sur cette somme, 1 milliard 561 millions de fr. ont été affectés à l'indemnité, soit 70 pour 100.

Si l'on fait un tableau mensuel comprenant 70 pour 100 des versements totaux, on obtient la partie de l'emprunt qui, à la fin de chaque mois, avait été depuis l'origine des versements encaissée par le Trésor au profit de l'opération dont nous faisons l'historique.

Dans ce même tableau, et en regard des sommes ainsi établies, on a porté le total des versements faits aux mêmes dates à l'Allemagne sur l'indemnité de guerre, déduction faite des 125 millions de francs qui avaient été pris sur l'emprunt à la Banque de France.

DATES	VERSEMENTS effectués sur le premier emprunt	PARTIE de l'emprunt affectée à l'opération soit 70 p. 100	SOMMES payées à l'Allemagne
30 septembre 1871........	1.450.000.000	1.015.000.000	1.060.000.000
31 octobre —	1.585.000.000	1.109.000.000	1.060.000.000
30 novembre —	1.654.000.000	1.157.000.000	1.060.000.000
31 décembre —	1.750.000.000	1.225.000.000	1.060.000.000
31 janvier 1872........	1.829.000.000	1.280.000.000	1.221.000.000
28 février —	1.873.000.000	1.311.000.000	1.379.000.000
31 mars —	1.938.000.000	1.356.000.000	1.561.000.000

Si l'on compare le montant des sommes réalisées sur l'emprunt au profit de l'opération allemande avec les sommes réellement payées à l'Allemagne, on voit que les versements à l'Allemagne n'ont pas toujours employé la totalité des rentrées de l'emprunt qui étaient destinées à ces versements, mais que le Trésor a dû cependant avancer une différence, qui était de 68 millions en février 1872, et qui s'est élevée jusqu'à 205 millions de francs au 31 mars 1872. Le Trésor faisait

les fonds de cette différence au moyen des portions de l'emprunt qui devaient trouver plus tard leur emploi définitif, soit dans les arrérages, soit même simplement dans les dépenses du budget.

Mais il ne suffisait pas au Trésor d'être en possession des fonds destinés aux versements à l'Allemagne, il fallait encore qu'il en eût opéré la transformation en change. Il était, en conséquence, nécessaire qu'il eût à sa disposition ce que nous appellerons des approvisionnements de change. Ces approvisionnements montaient à des sommes importantes à chacune des dates indiquées ci-dessus ; nous en donnons le tableau :

1871	30 Septembre	90.000.000
	31 Octobre..........	247.000.000
	30 Novembre........	305.000.000
	31 Décembre........	320.000.000
1872	31 Janvier	444.000.000
	28 Février..........	344.000.000
	31 Mars.............	101.000.000

Si l'on ajoute à ces sommes ou si l'on en retranche celles que le Trésor avait en plus ou en moins à chacune de ces époques, on constate, comparaison faite avec les versements, que les avances faites par le Trésor sur ses fonds généraux à l'opération allemande, tant pour les versements

que pour les provisions de change, ont été les suivantes aux dates indiquées :

1871	30 Septembre.......	135.000.000
	31 Octobre..........	198.000.000
	30 Novembre........	208.000.000
	31 Décembre........	155.000.000
1872	31 Janvier..........	385.000.000
	28 Février..........	412.000.000
	31 Mars............	306.000.000

Ainsi, pendant tout le temps qu'a duré l'opération des versements à l'Allemagne, sur les deux premiers milliards, le Trésor a dû faire à l'opération des avances au moyen des ressources qui devaient être définitivement employées plus tard à d'autres besoins et qui provenaient, soit de l'emprunt des 2 milliards, soit de l'emprunt de 1 milliard 530 millions fait à la Banque de France, soit de la dette flottante. Le même fait s'est produit dans des conditions analogues dans la seconde partie de l'opération, c'est-à-dire lors du payement des trois derniers milliards.

L'emprunt de 3 milliards a produit 3 milliards 500 millions de francs, dont 3 milliards 2 millions de francs ont été employés aux payements à faire à l'Allemagne ; soit environ 87 pour 100. Nous mettons en regard le total des sommes versées

sur l'emprunt à la fin de chaque mois, la partie de ces encaissements, soit environ 87 pour 100, destinée aux versements à l'Allemagne et, enfin, le total que les versements à l'Allemagne avaient atteint à chacune des dates indiquées :

DATES	MONTANT des versements effectués sur l'emprunt de 3 milliards	PARTIE de l'emprunt affectée à l'opération soit 87 p. 100	SOMMES payées à l'Allemagne
30 septembre 1872........	1.381.000	1.201.000	506.000.000
31 octobre —	1.750.000	1.522.000	707.000.000
30 novembre —	1.982.000	1.724.000	807.000.000
31 décembre —	2.130.000	1.853.000	1.007.000.000
31 janvier 1873........	2.365.000	2.057.000	1.150.000.000
28 février —	2.463.000	2.143.000	1.350.000.000
31 mars —	2.554.000	2.222.000	1.500.000.000
30 avril —	2.642.000	2.298.000	1.750.000.000
20 mai —	2.704.000	2.352.000	2.000.000.000
30 juin —	2.804.000	2.439.000	2.250.000.000
31 juillet —	2.897.000	2.520.000	2.500.000.000
31 août —	2.998.000	2.608.000	3.002.000.000

Il ressort de ce tableau que, jusqu'au 20 mai 1873, la partie de l'emprunt destinée aux payements à l'Allemagne a été suffisante pour opérer les versements et pour comprendre une certaine quantité d'approvisionnements de change en vue des payements ultérieurs.

Cependant, en faisant entrer dans le compte la totalité des approvisionnements de change, qui existaient en réalité, on peut constater que le

Trésor a fait pour cette seconde partie du payement de l'indemnité, comme pour la première, des avances considérables à partir des premiers mois de l'année 1873.

Aux époques du tableau ci-dessus, le montant des approvisionnements en change pouvait, en effet, s'établir comme il suit :

1872	30 Septembre	679.000.000
	31 Octobre	749.000.000
	30 Novembre	819.000.000
	31 Décembre	883.000.000
1873	31 Janvier	932.000.000
	28 Février	828.000.000
	31 Mars	820.000.000
	30 Avril	772.000.000
	20 Mai	600.000.000

Si l'on ajoute ces différents totaux à celui des payements faits à l'Allemagne à ces mêmes dates, et si l'on compare l'ensemble des deux sommes obtenues avec la partie de l'emprunt destinée à l'opération, on trouve que l'emprunt avait suffi, et au delà, jusqu'au 30 novembre 1872.

Il y avait un excédent de ressources aux :

30 Septembre 1872, de		16.000.000
31 Octobre	—	66.000.000
30 Novembre	—	98.000.000

Mais à partir du mois de décembre 1872 jus-

qu'au mois de mai 1873, il a fallu recourir aux fonds généraux du Trésor, et les avances qu'on a dû y puiser s'élevaient aux :

31 Décembre	1872,	à	37.000.000
31 Janvier	1873,	à	25.000.000
28 Février	—		35.000.000
31 Mars	—		98.000.000
30 Avril	—		224.000.000
20 Mai	—		246.000.000

A cette époque du 20 mai 1873, il fallait préparer les quatre derniers versements, chacun de 250 millions de francs, à faire du 5 juin au 5 septembre et, par conséquent, se procurer des fonds et des changes jusqu'à concurrence de 1 milliard de francs. Il y avait en portefeuille, ainsi que cela résulte du tableau ci-dessus, des changes approvisionnés pour 600 millions de francs; les versements sur l'emprunt avaient produit, comme on a pu le voir dans un autre tableau, en moyenne 90 millions de francs par mois et pouvaient donner en juin, juillet et août, environ 270 millions, avec lesquels on pouvait acheter des changes. Il s'en fallait donc à peu près de 130 millions de francs qu'on fût en mesure d'exécuter la convention du 15 mars 1873 et de continuer le versement mensuel à l'Allemagne de 250 millions de francs jusqu'au

5 septembre, date finale à laquelle tout devait être absolument liquidé.

Dans ces circonstances, le gouvernement crut devoir user de la faculté qui lui était donnée par l'article 3 de la loi du 15 juillet 1872, ainsi conçu :

« Art. 3. — Afin d'assurer aux époques fixées le payement des 3 milliards restant dus au gouvernement allemand et d'accélérer la libération du territoire, le ministre des finances pourra passer, avec la Banque de France et autres associations financières, des conventions particulières destinées à rendre promptement disponibles les produits de l'emprunt et à faciliter les anticipations de versement. »

La Banque de France consentit à entrer dans les vues du gouvernement et à faire une avance de 200 millions de francs, dont le remboursement devait avoir lieu au fur et à mesure des rentrées de l'emprunt à partir du mois de décembre 1873.

Cette avance fut stipulée payable en or, ce qui mettait le Trésor en possession tout à la fois des fonds qui lui faisaient défaut et d'une monnaie libératoire dont il pouvait se servir dans les versements.

L'intérêt du Trésor et l'intérêt de la Banque de France se trouvaient identiques, en ce qui concer-

nait le payement en or de l'avance. On peut dire, en effet, qu'au moment dont nous parlons, il était plus avantageux pour la Banque de prêter de l'or que des billets, parce que le cours forcé ayant amené la limitation des émissions, c'était sur la quantité des billets restant à émettre que les gouverneurs et régents de la Banque devaient avoir constamment les yeux ouverts. Le montant de l'émission, fixée à 1,800,000,000 francs par la loi du 12 août 1870, avait été porté à 2,400,000,000 par la loi du 14 août 1870, à 2,800,000,000 francs par la loi du 29 décembre 1871 et à 3,200,000,000 fr. par la loi du 15 juillet 1872, et dans le courant du mois de mai 1873 la circulation avait atteint le chiffre de 2,800,000,000 francs; elle s'était élevée à 2,858,000,000 francs au mois de février précédent, et l'avenir devait prouver que la nécessité des affaires pouvait en porter le chiffre beaucoup plus haut, puisqu'au mois de novembre la circulation devait atteindre et dépasser 3 milliards de francs. Au 20 mai, la Banque avait une réserve en billets de 400 millions de francs; cette réserve consistait dans la différence entre la circulation qui avait atteint 2,800 millions, et la limite de la loi du 15 juillet 1872, qui était de 3,200 millions; il eût été dangereux de prélever le prêt temporaire

à faire à l'État sur cette réserve de 400 millions parce qu'il était important de la conserver intacte pour le besoin des escomptes.

Le Trésor, de son côté, trouvait un avantage évident à obtenir au pair une monnaie libératoire, ce qui l'exonérait de la nécessité d'acheter des changes. En outre, en remettant de l'or à l'Allemagne, il fournissait aux hôtels des monnaies de l'Allemagne les matières nécessaires à la fabrication de la nouvelle monnaie de l'empire, matières qui autrement auraient été tirées de l'Angleterre, ce qui eût amené des retraits d'or de la banque d'Angleterre, une élévation du taux de l'escompte et, par voie de conséquence, un resserrement de capitaux à Paris, resserrement de capitaux qui eût probablement nui au bon achèvement des versements à faire par les souscripteurs sur l'emprunt de 3 milliards.

Par toutes ces considérations, l'avance de 200 millions de francs faites par la Banque de France fut stipulée payable en or. Sur cette somme, il n'a été prélevé que 150 millions de francs, à raison de 50 millions dans chacun des mois de juin, juillet et août 1873.

Les versements et anticipations sur l'emprunt ayant continué de se faire avec la plus grande

régularité, le Trésor put rembourser à la Banque 22 millions au mois de décembre 1873, 50 millions en janvier, et le solde en février 1874.

Grâce à cette opération, les approvisionnements en change ou en or purent être maintenus à 493 millions au 30 juin et 425 millions au 31 juillet 1873. En ajoutant ces chiffres d'approvisionnements au total des payements effectués à ces mêmes dates à l'Allemagne, ce qui fait au 30 juin 2 milliards 743 millions et au 31 juillet 2 milliards 925 millions, on trouve qu'à la première de ces deux dates, l'insuffisance était de 304 millions, dont la Banque avait fourni 50 millions et, à la seconde de ces dates, de 405 millions, dont la Banque avait fourni 100 millions.

Enfin, lorsque l'opération a été achevée fin août 1873, l'emprunt avait fourni 2 milliards 608 millions, soit 394 millions de moins qu'il n'avait été nécessaire. On s'était procuré ces 394 millions, savoir : 150 millions par l'avance faite par la Banque de France, et le surplus, ou 244 millions, par un prélèvement sur les fonds généraux du Trésor et sur les ressources de la dette flottante.

De l'ensemble de ces faits on peut tirer cette conséquence que nous avons indiquée au com-

mencement, c'est que les fonds destinés au payement des 5 milliards ont été employés aussi rapidement que possible, et que les difficultés financières de l'intérieur n'ont pas retardé d'un instant notre libération. On n'a pas employé, même momentanément, au profit des budgets, dont le règlement a été si difficile, les fonds avec lesquels on devait obtenir la libération du territoire.

IV

Nous avons, dans la première partie de ce rapport déterminé le nombre, l'importance et la nature des versements faits à l'Allemagne.

Nous avons, dans la seconde partie, fait connaître quelles étaient les ressources et comment elles ont été réalisées pour faire face aux versements.

Nous avons enfin, dans la troisième partie, montré que les ressources réalisées ont été employées, au fur et à mesure de leur réalisation, à l'objet pour lequel elles avaient été préparées, sans être détournées même momentanément au profit des budgets courants.

Nous avons maintenant à montrer, dans cette

quatrième partie, comment les ressources réalisées ont été transformées pour pouvoir être employées dans les versements, ou, en d'autres termes, comment on a procédé pour faire passer le montant de l'indemnité de guerre de France en Allemagne.

On a vu plus haut que les sommes payées à l'Allemagne en principal, intérêts et frais, se sont élevées à 5 milliards 315 millions 758,853 fr. 29, et nous avons donné, dans un tableau, la décomposition des valeurs au moyen desquelles cet énorme payement a été effectué.

Si nous nous reportons à ce tableau, nous voyons que les versements dont il donne le détail peuvent être classés en trois catégories :

Des compensations pour	325.098.400 »
Des billets de banque, des monnaies allemandes, de l'or et de l'argent pour	742.334.079 03
Des lettres de change pour	4.248.326.374 26
	5.315.758.853 29

Nous reprendrons l'une après l'autre chacune de ces trois catégories.

1re Catégorie. — *Compensations.*

Valeur en compte du chemin de fer de l'Est	325.000.000
Valeur en compte avec la ville de Paris	98.400
	325.098.400

Le paragraphe 1[er] de l'article 1[er] des articles additionnels annexés au traité de paix signé à Francfort, le 10 mai 1871, stipulait que le gouvernement français rachèterait la concession donnée à la compagnie des chemins de fer de l'Est, en ce qui concernait les chemins de fer situés dans les territoires cédés, et le paragraphe 6 du même article fixait à 325 millions la somme que le gouvernement allemand devait payer au gouvernement français, pour prix de la cession que ferait, après le rachat, la France à l'Allemagne.

Il était dit, dans le même paragraphe 6, que ces 325 millions de francs seraient défalqués de l'indemnité de guerre.

Ils ont été, en conséquence, compris à titre de compensation dans le payement effectué, du 1[er] au 31 août 1871, du second demi-milliard.

Le gouvernement français avait vendu à l'Allemagne, pour un prix fixé à forfait, un certain nombre de chemins de fer appartenant à la compagnie de l'Est, mais il avait à s'entendre avec cette compagnie pour le rachat des droits qui ne lui appartenaient pas et qu'il avait cependant cédés à l'Allemagne. La négociation immédiatement entamée avec la compagnie de l'Est aboutit à une convention qui fut soumise à la ratification législ-

lative. Tel était l'objet de la loi du 17 juin 1873, qui a approuvé dans le dernier paragraphe de son article 2 la susdite convention.

Cette convention avait pour but, aux termes de la loi, d'indemniser la compagnie de l'Est de la cession de lignes ou portions de lignes, et des pertes et dommages de toute sorte résultant pour elle du traité de paix de Francfort.

L'art. 9 stipule que la compagnie de l'Est devait recevoir de l'État un titre de rente inaliénable de 20 millions 500,000 fr., à charge de le restituer à l'expiration de ses concessions. Ce titre de rente représentait, au taux de l'emprunt de 2 milliards, un capital de 325 millions de francs.

C'était, en réalité, un emprunt de 325 millions de francs fait par l'État à la compagnie de l'Est pour payer une partie de l'indemnité de guerre.

La seconde compensation s'élève à la somme peu importante de 98,400 francs, mais puisqu'elle figure dans notre tableau, nous devons en indiquer l'origine.

L'art. 11 de la convention d'armistice signée à Versailles, le 28 janvier 1871, stipulait le payement par la ville de Paris d'une contribution de guerre de 200 millions de francs, payable avant le quinzième jour de l'armistice, selon un mode à

régler par une commission mixte allemande-française.

La commission mixte signa, à Versailles, le 11 février suivant, une convention par laquelle les versements devaient être effectués de la manière suivante :

50 millions en numéraire ;

50 millions en billets de la Banque de France :

37 millions et demi en lettres de change sur Berlin à deux mois de date au change de 3 fr. 75, à vue ;

63 millions en lettres de change sur Londres, dont :

40 millions 320,000 fr. à six jours de date et 22 millions 680,000 fr. à 15 jours de date, le tout au change de 25 fr. 20.

Il devait être établi un compte final comprenant le décompte des intérêts du papier sur Berlin et du papier sur Londres, les frais de timbre à l'étranger, etc.

C'est ce compte final qui, réglé plus tard, fut soldé définitivement par un crédit en faveur de la ville de Paris de 98,400 fr. Le gouvernement allemand a porté ce solde en compte au gouvernement français, lors du règlement du 2e demi-milliard ; de là vient la compensation dont nous avons parlé.

Mais puisqu'il a été fait mention de cette affaire, il n'est pas sans intérêt de montrer dans quelles conditions avantageuses, au point de vue des changes, elle a pu être terminée. Elle a été comme la préface de la grande opération des cinq milliards et a pu en faire présager le succès.

La ville de Paris avait obtenu de la Banque de France un prêt de 210 millions de francs en billets de banque sur lesquels elle avait prélevé les 50 millions de billets de banque dont le versement avait été autorisé par la convention du 11 février.

Elle avait obtenu, en outre, de la Banque, en échange de pareille somme en billets, 50 millions en or qui devaient être remis à l'Allemagne, mais à la charge de rendre cet or à la Banque dans le plus bref délai possible.

Enfin, elle avait passé un marché avec un syndicat des premières maisons de banque de Paris, d'abord pour le rachat de l'or à rendre à la Banque, ensuite pour la fourniture des remises à très courte échéance sur Berlin et sur Londres prévues à la convention, enfin, pour l'achat du change destiné à couvrir les traites en question.

Les maisons de banque avaient, en effet, remis des traites sur leurs correspondants à l'étranger, à la condition qu'on les couvrirait à l'échéance par des

lettres de change. Ce sont ces lettres de change que le syndicat des banquiers devait acheter pour le compte et aux frais de la ville de Paris, sur la place et aux cours.

L'or a été acheté au taux moyen de 4 fr. 90 le mille, et les lettres de change au taux moyen de 25 fr. 3448 pour le Londres et de 37 fr. 325 pour le Berlin. L'or avait été racheté très vite, et il peut être curieux de rappeler qu'on racheta aux Allemands, pour en faire la restitution à la Banque, une partie de ce même or qui avait été précédemment compris dans le versement de 50 millions en or pour lequel la ville de Paris s'était adressée à la Banque elle-même.

La ville de Paris avait, aux termes de la convention du 11 février 1871, remis les thalers à l'Allemagne sur le cours de 3 fr. 75 et la livre sterling sur le cours de 25 fr. 20. En rachetant le change aux cours que nous venons d'indiquer, elle gagnait donc 1 c. 3/4 sur le thaler, tandis qu'elle perdait 14 c. 88 sur la livre sterling. L'opération était entièrement terminée à la fin du mois de juin 1871 et, tous frais compris, elle avait coûté à la ville de Paris 1 million 965,240 fr. 30. Une provision pour couvrir les frais montant à 10 millions de francs avait été remise, à l'origine de l'affaire, au

syndicat des banquiers; cette provision a donc été restituée jusqu'à concurrence de 8 millions 34,759 fr. 70, sur lesquels 4 millions ont été reversés le 10 mars et se sont trouvés compris dans la réquisition faite par les agents de la commune à la Banque des fonds appartenant à la ville de Paris, tandis que le reste, soit 4 millions 34,759 fr. 70, laissé entre les mains des banquiers, a pu être recouvré après la reprise de Paris par l'armée régulière, et a servi de premier fonds de caisse le jour où l'administration municipale a été réorganisée.

2e Catégorie. — *Billets de banque, monnaies allemandes, numéraire.*

Cette seconde catégorie de payements s'élève à 742 millions 334,079 fr. 03 c., et se subdivise ainsi qu'il suit :

Billets de la Banque de France	125.000.000	»
Billets allemands et monnaies allemandes..	105.039.145	18
Monnaies françaises d'or................	273.003.058	10
Monnaies françaises d'argent.	239.291.875	75
	742.334.079	03

Le payement de 125 millions en billets de la Banque de France a été fait par une exception spéciale, en vertu de la convention du 21 mai, et

a été effectué en trois versements à huit jours d'intervalle, aussitôt après la reprise de Paris sur la Commune.

Le payement en billets et en numéraire allemands a eu beaucoup plus d'importance à l'origine qu'à la fin de l'opération. Sur les 105 millions dont il se compose, 62 millions 500,000 francs, ont été compris dans les deux milliards, et 42 millions 500,000 francs dans les trois derniers, et encore, sur ces 42 millions, 34 ont été versés avec le premier quart du premier des trois derniers milliards.

En d'autres termes :

97.003.691 11	ont été payés en monnaies allemandes, du 10 juillet 1871 au 6 septembre 1872 ; — et
8.035.454 07	du 6 novembre 1872 au 5 septembre 1873.
105.039.145 18	

Ces monnaies avaient été introduites en France par l'invasion et ont été recueillies par toutes les caisses publiques pour être expédiées sur Strasbourg, où elles étaient remises à l'Allemagne, après un comptage très minutieux, par un agent français délégué à cet effet.

Les dépenses de l'armée d'invasion ont, dans une forte proportion, été payées par la France, puisque nos villes ont subi des réquisitions et ont

acquitté des contributions de guerre, pour des sommes considérables, pendant le temps même de la guerre, mais les fournitures obtenues par voie de réquisition et l'argent exigé à titre de contribution sont loin d'avoir pourvu à tous les besoins d'une aussi grande masse d'hommes que celle qui composait l'armée allemande, et l'intendance pour les dépenses générales, aussi bien que les officiers et soldats pour les dépenses privées, ont mis en circulation des billets de banque et des pièces de monnaie d'Allemagne.

On trouve, d'ailleurs, la preuve des besoins de l'armée allemande, en monnaie propre à être dépensée en France, dans l'accaparement que faisait l'intendance des pièces de 20 fr. françaises en Allemagne. La pièce de 20 fr. française valait intrinsèquement, étant donné le cours de la livre sterling en Allemagne, 9 florins 21 1/2 ; et cependant, dès le mois de novembre 1870, le cours en montait, à Francfort, à 9.32 3/4, ou 2 p. 100 de prime. Il se maintenait à 9.31 1/2, jusqu'à la conclusion de la paix, pour retomber immédiatement après à 9.27 1/2, et, en août 1871, à 9,17 1/2.

Ces besoins de la trésorerie allemande expliquent l'introduction en France de certaines monnaies allemandes acceptées en payement, plus ou moins

librement, et versées plus tard avec empressement dans les caisses publiques françaises par ceux qui les avaient reçues.

Les payements en monnaie métallique française se sont élevés à 512 millions 294,933 fr. 85, ce qui ne veut pas dire que l'Allemagne n'ait pas reçu en numéraire une somme un peu plus forte que celle que nous venons d'indiquer. Il y a eu, en effet, une certaine quantité d'argent expédiée en Belgique, lors des retraits successifs des capitaux qui avaient été approvisionnés dans ce pays chez les correspondants du Trésor. Ces envois d'argent ne figurent pas dans les chiffres ci-dessus et sont compris dans le compte des payements faits en valeurs belges.

La somme de 512 millions ne comprend que le numéraire remis directement par le gouvernement français à l'Allemagne, et elle figure dans les tableaux d'exportation publiés par la douane française.

Ainsi que nous l'avons dit, elle se divise en or et en argent, dans les proportions suivantes :

Or.................	273.003.058 10
Argent.............	239.291.875 75

Il s'agit d'or et d'argent monnayé en pièces de 20, 10 et 5 fr., et si les totaux ne constituent pas des multiples exacts de 5, c'est qu'il y avait, lors

des versements, à tenir compte de la valeur des sacs. Les passes de sacs avaient été fixées et acceptées, pour les sacs, à 0 fr. 10, pour les sacoches, à 1 fr. 65.

Sur les 273 millions payés en or, 150 millions ont été fournis par la Banque de France, en vertu de la convention du mois de mai 1873, dont nous avons parlé plus haut; le reste, soit 123 millions, provient de quelques achats faits sur place, mais surtout des rentrées des caisses publiques.

Sur les 239 millions d'argent, 93 millions ont été pris à Hambourg dans les réserves de la Banque de Hambourg, ainsi qu'on le verra plus loin et le surplus, soit 146 millions, provient, pour environ 40 millions, d'achats d'écus sur place et, pour le reste, des rentrées des caisses publiques mises de côté pour les besoins du Trésor.

On voit, par ce qui précède, que les opérations du Trésor n'ont enlevé à la circulation active que 250 millions de francs au maximum, et encore ces 250 millions achetés ou trouvés dans les caisses sont-ils dus en partie aux importations en monnaies françaises, faites par l'intendance allemande au commencement de la guerre. La perte que la France a faite d'une partie de son stock métallique, et qui dépasse, sans contredit, les chiffres ci-dessus,

a été la conséquence inévitable, d'ailleurs, d'autres opérations financières ou commerciales dont nous parlerons plus loin.

Les 250 millions fournis en numéraire par la Banque de France et par la banque de Hambourg n'ayant été compris que dans les derniers versements, c'est au commencement de l'opération que le retrait de la circulation des autres 250 millions en numéraire, retrait opéré par les caisses publiques, s'est fait le plus vivement sentir. C'est, avec certains achats un peu précipités de change à l'origine, la cause de cette gêne monétaire qui s'est produite pendant les mois d'octobre et novembre 1871. Nous avons déjà fait allusion à l'intérêt qu'a pu avoir, à une certaine époque, le gouvernement français à remettre au gouvernement allemand de l'or pour servir à la fabrication de la nouvelle monnaie de l'empire.

Le changement apporté par l'Allemagne à sa circulation monétaire a eu une influence considérable sur les opérations du Trésor français.

On sait que l'Allemagne avait des monnaies différentes suivant les divers États. Le système du double étalon n'existait pas, la monnaie étant en argent. Il y avait, néanmoins, une circulation très restreinte en or, mais cette monnaie avait un cours variable.

Il y avait, en outre, et il y a encore une circulation de papier d'État, qui n'est pas sans importance, et dont il est peut-être intéressant de rappeler la composition.

Elle atteint environ 229 millions 300 mille francs.

DÉSIGNATION DES ÉTATS	Chiffre du papier-monnaie émis par les banques d'État		POPULATION
	FLORINS	THALERS	
Prusse	» »	18.250.000	24.643.415
Lauenberg	» »	» »	49.651
Bavière	20.999.988	11.999.993	4.861.402
Saxe	» »	12.000.000	2.556.244
Wurtemberg	6.000.000	3.428.571	1.818.484
Bade	6.500.000	3.714.286	1.401.428
Hesse	4.300.000	2.457.142	852.843
Mecklembourg-Schwerin	» »	1.000.000	557.897
Saxe-Weimar	» »	600.000	286.183
Mecklembourg-Strelitz	» »	800.000	96.982
Oldenbourg	» »	2.000.000	314.778
Brunswick	» »	1.000.000	311.715
Saxe-Meiningen	» »	600.000	187.884
Saxe-Altenbourg	» »	485.600	142.122
Saxe-Cobourg-Gotha	» »	600.000	174.339
Anhalt	» »	950.000	203.354
Schwarzbourg-Sonderhausen	» »	150.000	67.191
Schwarzbourg-Rudolstadt	» »	200.000	75.523
Waldeck	» »	210.000	56.218
Reuss, ligne aînée	» »	130.000	45.094
Reuss, ligne cadette	» »	320.000	89.032
Schaumbourg-Lippe	» »	251.000	32.051
Lippe	» »	» »	111.153
Lubeck	» »	» »	52.158
Brême	» »	» »	122.565
Hambourg	» »	» »	338.974
TOTAL	37.799.988	61.146.592	39.448.680

Le plan qui a été poursuivi par le gouvernement allemand a été de faire l'unité tout à la fois dans cette circulation, en la réduisant, et dans la monnaie métallique, en la transformant ; mais, quoiqu'il eût une importance peut-être plus considérable encore au point de vue politique qu'au point de vue économique, il n'a pas pu être réalisé du premier coup. La question de la circulation fiduciaire a été placée en seconde ligne et ajournée à 1876. Celle de la circulation métallique a été traitée la première et résolue en deux fois, en 1871 et en 1873.

On a commencé par faire une monnaie d'or appelée le reichsmark, monnaie impériale dont l'unité vaut intrinsèquement environ 1 fr. 25 de notre monnaie, et qui est destinée à être frappée en pièces de 10 et de 20 marcs.

La loi qui a créé cette monnaie est du 4 décembre 1871 ; la seconde loi, rendue le 9 juillet 1873, a complété la première, en abolissant les anciennes monnaies et en déterminant la manière dont elles seraient remplacées par la monnaie impériale d'or. L'étalon sera unique et en or, et si l'on frappe encore des pièces d'argent, ce ne sera qu'à titre d'appoint, car l'article 9 de la loi du 9 juillet 1873 porte formellement qu'on ne peut pas être tenu d'accepter en payement des monnaies d'argent, si

ce n'est pas pour une somme moindre que 20 marcs.

L'État a mis la nouvelle monnaie d'or en fabrication dans tous les hôtels de monnaie de l'Allemagne, et a fait, dans ce but, des achats de matières d'or.

Ce ne devait être qu'après que la masse fabriquée aurait atteint le chiffre de 750 millions de francs, qu'on devait retirer les anciennes monnaies pour mettre la nouvelle en circulation.

Il résultait de cette manière de procéder qu'on immobilisait des quantités considérables d'or, pendant un temps qui pouvait être assez long.

Pour se procurer l'or nécessaire à cette fabrication, le gouvernement allemand avait à sa disposition l'or fourni par le gouvernement français, l'or qu'il pouvait tirer d'Angleterre, en payement des traites en livres sterling que la France lui remettait et, enfin, toutes les matières que le commerce pouvait livrer en Allemagne. Nous donnons ci-dessous le tableau des différentes sources auxquelles ont puisé les hôtels des monnaies de l'Allemagne.

ÉTAT DES MATIÈRES D'OR EMPLOYÉES PAR LE GOUVERNEMENT ALLEMAND POUR LE MONNAYAGE JUSQU'AU 15 AVRIL 1873

712,116 1/2 frédérics d'or de Prusse.
233,624 1/2 couronnes frappées en Allemagne.
9,394 1/2 couronnes frappées en Autriche.
897,628 1/4 florins en différentes monnaies allemandes.
7 livres $\frac{844}{1000}$ en ducats russes.
55 — $\frac{810}{1000}$ en monnaies turques.
85,774 — $\frac{9211}{10000}$ en impériales russes.
2,575 — $\frac{6211}{10000}$ en dollars américains.
11,374 — $\frac{3562}{10000}$ en isabelles d'Espagne.
2,351 — $\frac{8522}{10000}$ en souverains anglais.
1,915,878 1/2 pièces de souverains anglais.
43,484 livres $\frac{6193}{10000}$ en lingots.
4,237,794 onces anglaises $\frac{997}{1000}$ en lingots.
193,194 — $\frac{275}{1000}$ en dollars américains.
518,590,410 fr. en pièces d'or françaises.
166,634 livres $\frac{7062}{10000}$ en pièces d'or de 20 francs, soit 287,000,000 de francs.
4,177,768 onces anglaises $\frac{150}{1000}$ en pièces d'or de 20 francs, soit 42,000,000 de francs.

Il résulte de cet état que le monnayage allemand a démonétisé 847 millions de francs en pièces d'or françaises, dont :

	273,000,000	ont été fournis par le gouvernement français ;
	245,000,000	ont été achetés à la pièce, en Allemagne ;
	287,000,000	ont été achetés au poids, en Allemagne ;
	42,000,000	ont été achetés au poids, en Angleterre.
Total.	847,000,000 fr.	

La quantité d'ancienne monnaie en circulation en Allemagne est, comme pour la monnaie de tous les autres pays, très difficile à évaluer.

La fabrication des anciennes monnaies paraît avoir mis successivement en circulation de la monnaie d'or, d'argent et de billon pour une valeur de 780 millions de thalers, dont 177 millions en or, et 603 millions en argent, ce qui représente 2 milliards 925 millions de francs, dont 665 millions de francs en or, et 2 milliards 260 millions de francs en argent. Mais on considère généralement que les frédérics d'or prussiens n'étaient plus en circulation que pour des quantités insignifiantes, ce qui réduirait la circulation réelle à celle de l'argent, ou à 2 milliards 260 millions, dont il faut déduire les pièces d'argent qui ont été perdues par l'usage, ou qui ont été fondues pour être exportées. On évalue, en général, cette réduction à un quart, de sorte que la valeur des pièces d'argent en circulation, au moment où la réforme monétaire a été entreprise, monterait à environ 1 milliard 700 millions de francs, à laquelle il faut ajouter une circulation qu'on estime à environ 100 millions de francs en monnaies autrichiennes, qui sont employées dans les États de l'Empire allemand.

On considère donc que la circulation métallique de l'Allemagne était tout entière, avant la réforme, fondée sur l'argent, et qu'elle absorbait

une valeur d'environ 1 milliard 800 millions de francs : et si l'on y ajoute 229 millions de francs de circulation en papier d'État, cela fait en tout 2 milliards de francs pour une population de 39 millions 500,000 habitants.

Les monnaies d'argent versées par le Trésor français ne pouvaient pas être utilisées par le gouvernement allemand de la même façon que les monnaies d'or, mais le traité de Francfort ne permettait pas à l'Allemagne de les refuser.

L'adoption de l'étalon d'or par l'Allemagne avait eu pour résultat de faire refluer sur la France de l'argent, et le gouvernement français devait naturellement profiter de cette circonstance pour frapper avec de l'argent allemand des pièces de 5 francs qu'on pouvait comprendre dans les versements. Sur les 239 millions de francs en argent versés à l'Allemagne, il y a 92 millions qui ont été frappés en pièces de 5 francs avec des lingots allemands.

Pour se rendre compte de ce qui s'est passé, il faut se reporter à la liquidation de la banque de Hambourg.

Une des conséquences les moins attendues de la guerre de 1870 aura été certainement la liqui-

dation de cette vieille banque de Hambourg, dont la fondation date de 1619.

Cette banque avait été instituée sur les mêmes bases que celles de Venise et d'Amsterdam; son objet était de recevoir des dépôts et d'assurer la fixité de la monnaie.

Un petit État faisant le commerce avec le monde entier, et recevant toutes sortes de monnaies étrangères, devait donner à ces monnaies, qui alors étaient toutes fondées sur l'argent une sorte de dénominateur commun, ce qui le gardait en même temps contre les falsifications gouvernementales. La banque de Hambourg fut donc constituée pour recevoir des dépôts d'argent fin ou de monnaies étrangères ramenées au fin et pour ouvrir des comptes sur ces dépôts. On faisait des virements de parties en comptes, et ces comptes étaient tenus en une monnaie, qu'on rectifiait par des bonifications ou des retenues, qui cessa d'avoir une existence réelle à partir de 1763, et qui ne fut plus qu'une sorte de monnaie idéale sous le nom de marc banco.

Le marc banco donnait à celui qui en était crédité le droit d'opérer le retrait d'une certaine quantité d'argent fin ; mais l'usage qu'on en fit ne se borna pas à ces comptes intérieurs ; il fut bien

vite étendu à toutes les relations commerciales. Les rapports des marchands entre eux et avec les pays étrangers, même ceux qui étaient réglés en dehors de la banque, eurent lieu dans cette monnaie de compte, monnaie non frappée comme nous l'avons dit, et qui a duré jusqu'au 15 février 1873.

Après l'établissement du nouvel empire d'Allemagne et pour en consacrer l'unité, on prit, comme nous l'avons rapporté, les mesures nécessaires afin de créer une monnaie d'empire en or.

Le marc banco de Hambourg contrariait le système à deux points de vue : d'abord, parce que c'était une monnaie particulière, et que toutes les monnaies particulières devaient disparaître devant la monnaie de l'empire ; ensuite, parce que c'était une monnaie à base d'argent, tandis que l'étalon monétaire de l'empire était en or.

Une loi abolit donc le marc banco, pour le remplacer par le reichsmarc impérial.

Le marc banco, valait un demi-thaler prussien, ou 1 fr. 87 cent. 1/2 de notre monnaie, tandis que le nouveau reichsmarc vaut 1 fr. 25 cent. de notre monnaie.

Il fut décidé d'abord que la banque de Hambourg liquiderait ses comptes en remboursant les

dépôts d'argent fin et que le marc banco cesserait d'être employé dans les comptes au delà du 15 février 1873. Toute personne possédant, après le 15 février, des valeurs souscrites à son profit en marcs banco perdait le droit de recevoir l'argent fin que comportait l'ancien marc banco, et se trouvait simplement créancière d'un demi-thaler prussien.

Le Trésor français avait acheté, comme nous le verrons plus loin, beaucoup de traites souscrites en marcs banco. Pour tous les effets échéant antérieurement au 15 février, il pouvait réclamer de l'argent fin; pour les autres, il n'avait droit qu'à des thalers.

Or, le marc banco n'était pas libératoire au point de vue de l'indemnité de guerre, tandis que le thaler l'était ; mais, par contre, l'argent qu'on tirait des marcs banco, si l'on exigeait la livraison de la matière, pouvait, après avoir été frappé en pièces de 5 francs, être remis au gouvernement allemand sur le pied de 3 fr. 75 pour un thaler.

Le gouvernement français pouvait à son choix transformer ses lettres de changes tirées en marcs banco en argent, — nous parlons de la période antérieure au 15 février 1874, — ou en thalers.

C'était pour lui un moyen de peser sur les cours ; il lui était permis d'en user, et il en usa.

Le marc banco donnait droit à 500 grammes d'argent fin pour 59 1/3 marcs banco ; et 500 grammes d'argent fin, y compris les frais de transport de Hambourg à Paris, produisaient 110 fr. 27 c. 1/2. Suivant le cours, le Trésor vendait ses effets en marcs banco ou faisait venir de l'argent.

Il eût été impossible aux banquiers de Hambourg de fournir la quantité d'argent représentée par les traites en circulation, ce qui les a rendus pendant quelque temps très perplexes. Le Trésor français avait leur sort dans ses mains. Il a agi avec modération, et n'a fait venir d'argent que ce qui lui a paru nécessaire pour maintenir les cours et obtenir, sur ce qu'il conservait, des conditions équitables de transformations en thalers.

Mais le commerce pouvait faire la même spéculation que le Trésor français ; il l'a faite, et a importé de son côté l'argent fin de Hambourg.

Aussi le Trésor français a-t-il eu à sa disposition 92 millions 792,445 francs en argent fin, dont 35 millions 643,729 francs provenant de retours directs de Hambourg, et le reste, soit 57 millions 148,716 francs, d'achats faits à ceux qui avaient fait venir l'argent à leurs risques et frais.

3e Catégorie. — *Lettres de change.*

Cette troisième catégorie de payements s'élève à........................	4.248.326.374 26
Elle se subdivise comme il suit :	
Valeurs allemandes libératoires........	2.799.514.183 72
Valeurs autres qu'allemandes, y compris les marcs banco....................	1.448.812.190 54

Les valeurs allemandes libératoires sont entrées pour 23 pour 100 dans la composition des versements sur les deux premiers milliards, et pour 88 pour 100 dans la composition des versements sur les trois derniers milliards.

Les valeurs non libératoires comprises dans les versements à l'Allemagne étaient, ainsi que nous l'avons déjà dit, converties par le gouvernement allemand en monnaie allemande au frais du gouvernement français.

Les premiers comptes qui furent rendus à la France de ces conversions firent voir au Trésor français que ses intérêts seraient mieux défendus par lui-même que par le Trésor allemand, et le décidèrent à faire directement, toutes les fois qu'il le pourrait, la conversion de ses effets sur l'Angleterre, la Belgique ou la Hollande en effets sur l'Allemagne.

C'est pour cette raison que le payement des

trois derniers milliards a compris, comme nous venons de le voir, une beaucoup plus forte proportion de valeurs allemandes que le payement des deux premiers, valeurs allemandes qui avaient été achetées par le gouvernement français directement, et payées par lui en francs, ou en quelque sorte indirectement, et payées par lui en valeurs étrangères.

Nous avons dit, dans la première partie de ce Rapport, qu'il avait été remis à l'Allemagne pour escompte d'effets et pour frais de conversion de valeurs une somme de 13 millions 772,566 fr. 29. Cette somme comprenait 11 millions 360,248 fr. 89 pour frais de conversion sur les deux premiers milliards et 277,637 fr. 13 seulement pour les mêmes causes sur les trois derniers milliards.

La France a, en réalité, fait passer à l'étranger le plus de capitaux possible, en prenant tous les changes qu'elle pouvait acquérir sur quelque pays que ce fût, et a ensuite dirigé sur l'Allemagne tout ce qu'elle avait approvisionné ailleurs[1].

1. Il serait intéressant d'examiner comme, après avoir fait sortir de France des capitaux aussi considérables et les avoir rassemblés dans tous les pays sur lesquels on trouvait du change, on a pu les diriger ensuite sur l'Allemagne au moyen de la conversion des valeurs anglaises, belges et hollandaises en valeurs allemandes. La situation économique de l'Allemagne pendant les années 1871, 1872 et 1873, demanderait une étude spéciale qui dépasserait le cadre de ce Rapport. Tout ce qu'il nous sera permis de dire, c'est que, d'une part, la balance du commerce rendait l'Allemagne débitrice de l'Angleterre, et que, d'autre

Aussi, le tableau des achats de change faits par le gouvernement français dépasse-t-il de plus d'un milliard la somme de 4 milliards 248 millions payés à l'Allemagne en changes étrangers, parce que les mêmes fonds paraissent souvent deux fois: une première fois sous forme de livres sterling, de francs belges, de marcs banco et une seconde fois sous forme de thalers prussiens, de florins de Francfort ou de reichsmarcs impériaux.

Le tableau des achats de change que nous donnons ci-dessous comprend aussi des valeurs employées par l'agence financière de Londres au payement des coupons des emprunts, des marcs banco ayant donné lieu à des retours d'argent et des valeurs dont les fonds ont été dépensés en frais et commissions.

Il s'élève à 5 milliards 862 millions 807,290 francs comprenant sept espèces différentes de valeurs.

Thalers	690.907.104	achetés au cours moyen de	3.7910	2.619.228.831 fr.
Livres sterling	60.583.452	—	25.4943	1.544.532.725
Marcs banco...	280.707.013	—	1.9080	535.841.617
Francs belges.	518.209.291	—	1.0061	521.370.367
Fl. de Hollande	150.549.519	—	2.1509	323.816.960
Fl. de Francfort	110.341.200	—	2.1637	238.745.254
Reichsmarcs ..	63.275.492	—	1.2528	79.271.536
		Total................		5.862.807.290 fr.

part, l'Allemagne avait dû, pour pourvoir aux dépenses de la guerre, placer en Angleterre des bons à courts termes, au remboursement desquels elle faisait face, en 1872 et 1873, avec le produit de l'indemnité de guerre.

Sur les 60 millions de livres sterling achetées par le gouvernement français, il en a été converti en valeurs allemandes 31,687,315.

Sur les 280 millions de marcs banco, il en a été converti 120,194,296 en valeurs allemandes.

Sur les 518 millions de francs belges, il en a été converti 210,966,580 en valeurs allemandes.

Sur les 150 millions de florins de Hollande, il en a été converti 33,361,898 en valeurs allemandes.

Par contre, les 690,907,104 thalers ne proviennent que pour 415,205,378 thalers d'acquisitions directes; le reste a été obtenu par la conversion des valeurs que nous venons d'énumérer, savoir :

12.704.151 thalers par la conversion de 22.621.312 florins de Hollande.
43.022.026 thalers par la conversion de 161.383.961 fr. de Belgique.
58.077.232 thalers par la conversion de 116.136.790 marcs banco.
161.898.317 thalers par la conversion de 24.000.985 livres sterling.

Les florins de Francfort ont été acquis :

76.254.063 directement.
2.127.706 par la conversion de 2.167.309 florins de Hollande.
1.868.156 par la conversion de 4.010.699 fr. de Belgique.
173.033 par la conversion de 200.000 marcs banco.
29.918.242 par la conversion de 2.528.544 livres sterling.

Les marcs banco, qui avaient d'abord été reçus

sans décompte par l'Allemagne et qui ont cessé d'être libératoires après la loi qu'on peut appeler la loi de démonétisation de cette monnaie spéciale, ont donné lieu à des conversions inverses ; une certaine quantité a été convertie en valeurs allemandes, et une autre quantité est provenue de la conversion de valeurs anglaises, belges et hollandaises.

Sur les 280,707,013 marcs banco qui sont entrés dans le portefeuille du Trésor :

207.566.408	provenaient d'achats directs.
9.483.638	de la conversion de 8.463.621 florins de Hollande
24.321.351	de la conversion de 45.571.919 fr. de Belgique.
39.335.616	de la conversion de 2.894.698 livres sterling.

Enfin, les 63.275.492 reichsmarcs provenaient :

15.266.175	d'achats directs.
185.329	de la conversion de 109.654 florins de Hollande
5.788.672	de la conversion de 3.857.506 marcs banco.
42.035.316	de la conversion de 2.061.356 livres sterling.

Si nous prenons comme type le change sur Londres, nous trouvons que le cours moyen auquel ont été faits les achats est de 25 fr. 4943. Du mois de juin 1871 au mois de septembre 1873, le cours coté le plus bas a été de 25 21 1/4 en juin 1871, et le cours coté le plus élevé a été de 26 18 3/4 en octobre 1871. En 1872, le cours coté le plus bas a été de 25 26 1/4 en avril, et le cours coté le plus

élevé a été de 25 68 1/2 en novembre. En 1873, du mois de janvier au mois de septembre, le cours coté le plus bas a été de 25 33 en mars, et le cours coté le plus élevé a été de 25 57 1/2 en juin.

La grande hausse qui s'est produite au commencement de l'opération, et qui a maintenu pendant plus de deux mois le prix de la livre sterling aux environs du prix de 26 francs a eu lieu sous l'influence d'achats faits avec un peu de précipitation et au moment où les caisses publiques raréfiaient la monnaie métallique pour faire des payements à Strasbourg.

Le change est une matière de spéculation, et la plupart des banquiers qui en fournissaient au Trésor vendaient leurs propres effets, sauf à se remplacer ou à se couvrir par des rachats ultérieurs. Le marché ne s'est pas formé tout de suite sur l'échelle qui était nécessaire, et il y a eu au commencement une sorte de presse qui a surélevé les cours. En second lieu, les vendeurs de change étaient bien obligés de liquider leurs opérations par des exportations quelconques, lorsqu'ils n'avaient pas en portefeuille des effets provenant d'exportations antérieures, et une des matières les plus propres à l'exportation est, à toutes les époques et dans toutes les circonstances, le nu-

méraire. Ils étaient donc acheteurs de monnaies françaises.

Si le Trésor raréfiait lui-même les espèces au moment où ses vendeurs de change en avaient besoin, il leur faisait, par le fait, une concurrence qui, en élevant le prix des matières d'or et d'argent, devait faire en même temps hausser le prix du change.

Mais après cette petite secousse, les affaires se sont pour ainsi dire classées, et le prix du change s'est renfermé, à partir de la fin de 1872 jusqu'à la fin, c'est-à-dire jusqu'en septembre 1873, dans des conditions modérées. Le traité dont nous parlerons plus loin, qui a été passé par le Trésor avec le syndicat de toutes les grandes maisons de banque de l'Europe, pour la fourniture de 700 millions de francs en change, a été le point de départ et comme le régulateur des opérations de 1872 et 1873, et a permis au Trésor français de terminer ses achats dans des conditions qu'on peut considérer comme excellentes.

Nous examinerons dans la 5e partie de ce Rapport la nature des opérations privées faites par les banquiers, les commerçants et les industriels, opérations qui ont amené sur le marché de Paris l'énorme quantité de lettres de change sur les-

quelles on a pu faire toutes les transactions qui nous occupent; mais, en ce moment, nous nous bornons à examiner les procédés employés par le Trésor français pour réunir un portefeuille en valeurs étrangères qui n'a pas contenu moins de 120,000 effets différents, et qui s'est élevé à plus de 5 milliards, si l'on fait le compte de toutes les lettres de change qui y sont entrées.

Ces procédés sont au nombre de quatre :

Le premier a consisté à faciliter la souscription première des emprunts à l'étranger, ou, ce qui revenait au même, le payement en valeurs étrangères de souscriptions faites en France.

Le second procédé, analogue au premier, a consisté à faciliter des anticipations de versements faites à l'étranger, ou faites en France en valeurs étrangères.

Le troisième a été la combinaison d'une opération de change avec la garantie donnée à la souscription de l'emprunt de 3 milliards par les maisons de banque.

Le quatrième, enfin, a été l'acquisition directe sur la place.

La souscription du premier emprunt a fourni 213 millions de francs, et la souscription du second, 389 millions de francs en changes étrangers.

Les libérations ultérieures successives ont donné sur le premier emprunt 186 millions, et sur le second 975 millions de change, de sorte que, par ces deux procédés, le Trésor a réuni 1 milliard 773 millions de francs en valeurs étrangères.

Un arrêté ministériel du 25 juin 1874 avait décidé, lors de la souscription du premier emprunt, que la livre sterling serait reçue à 5 fr. 30 c., le thaler à 3 fr. 75 c., le florin de Francfort à raison de 7 florins pour 4 thalers, le marc banco à raison de 2 marcs pour un thaler, et le papier sur la Belgique au pair.

Un autre arrêté rendu dans le même ordre d'idées le 27 juillet 1872, lors de la souscription du second emprunt, fixait les cours suivants pour les versements des souscripteurs au Trésor en changes étrangers :

Livre sterling.................	25.43
Thaler.......................	3.76
Florin de Francfort...........	2.14 7/8
Marc banco..................	1.87 7/8
Franc belge	au pair.

Enfin, il faut ajouter qu'un arrêté, en date du 24 juin 1871, instituait à Londres une agence financière qui a fait l'office de correspondant du Trésor, qui a recueilli en souscriptions et en libé-

rations une grande quantité de change, et qui a rendu à l'opération les services les plus signalés.

Pour les souscriptions premières, le Trésor a accordé à ses correspondants à l'étranger une commission de 1/4 et de 1/2 pour 100. Pour les libérations ultérieures, il a continué le système des commissions, qui ont été de 1 pour 100 à l'origine, et qui ont été réduites plus tard à 1/2 et 1/4 pour 100.

La libération en change a eu tout à la fois pour conséquence ou pour origine, pendant les années 1872 et 1873, une suite d'arbitrages que le Trésor a favorisés au moyen des commissions dont nous venons de parler et dont il a pu modérer, d'ailleurs, l'action pour ainsi dire à volonté.

On faisait à la Bourse de Paris des affaires sur l'emprunt sous deux formes; on pouvait acheter et vendre de l'emprunt libéré seulement des versements exigibles, ou de l'emprunt libéré par anticipation de tous les versements à venir. Il y aurait naturellement entre les deux cotes une différence à peu près égale à celle de l'escompte.

En effet, si l'on avait acheté, par exemple, le 15 juin 1873, un certificat de 5 francs de rente, cette rente devait être libérée des 10 premiers versements, et devait donner lieu à des payements

réguliers et mensuels pendant 10 mois à venir. On pouvait, cependant, opérer tout de suite les versements qui restaient à faire, et si l'on profitait de cette faculté, on recevait une bonification d'escompte de 0 fr. 94. La rente non libérée cotée à la Bourse valait donc le 13 juin 1873 0 fr. 94 de plus que la rente libérée, puisqu'on n'avait qu'à se présenter au Trésor pour toucher cette différence à titre de bonification.

Si une personne achetait de la rente non libérée et vendait de la rente libérée, en liant les deux opérations et avec un écart égal à la bonification de l'escompte, elle pouvait se liquider sans perte en livrant à son acheteur le non libéré après l'avoir libéré, et si cette personne obtenait, sous forme de commission, une bonification plus forte que l'écart normal de l'escompte, elle pouvait faire un bénéfice.

Ce bénéfice, on le procurait, en réalité, aux personnes qui faisaient leur libération en changes étrangers.

L'arbitrage dont nous parlons pouvait avoir cependant des inconvénients, car il enlevait au marché une valeur qui nécessitait un moindre emploi de capital, pour y introduire une valeur qui demandait un déboursé plus fort. Il avait

encore cet autre inconvénient de remettre pour ainsi dire en spéculation des rentes qui, autrement, se classaient naturellement en absorbant mois par mois les économies de ceux qui les avaient souscrites ou achetées.

Mais, pendant toute la grande affaire des deux emprunts, il n'y a pas eu de témérité, si tant est qu'il ait été téméraire de faciliter l'arbitrage en question, qui n'ait réussi, à cause de l'énergie avec laquelle les capitaux se sont portés sur la rente.

Les achats au comptant n'ont pas cessé un seul instant de diminuer la masse des rentes en spéculation, si bien qu'au commencement de 1874, on a pu dire que les 5 milliards étaient déjà presque entièrement absorbés par l'épargne du pays.

On sait que les receveurs généraux se chargent de faire acheter au comptant les titres de rente dont la clientèle des départements peut avoir besoin. Ce n'est qu'une fraction des achats de même nature faits dans les différentes bourses, d'abord parce que Paris n'a point de part à ces achats, et ensuite parce que les achats importants sont confiés directement par les capitalistes à leurs agents de change.

Cependant, et quoique ne comprenant qu'une

partie des rentes achetées au comptant, ces achats ont porté, du premier juillet 1871 au premier janvier 1874, sur les quantités suivantes :

Rente 3 0/0	21.534.084
— 4 1/2 0/0	973.694
— 5 0/0	41.116.920
Emprunt Morgan 6 0/0	143.040
Ensemble	63.767.738

représentant un capital d'environ 1 milliard 275 millions de francs.

Nous avons parlé plus haut du traité passé avec un syndicat des banquiers pour la fourniture de 700 millions de francs en change étranger.

Ce traité a été conclu au moment de l'émission de l'emprunt de 3 milliards, c'est-à-dire au mois de juillet 1872.

Le premier emprunt avait donné de très bons résultats. Il avait été l'objet d'une garantie de souscription par un certain nombre de maisons de banque. La souscription avait été couverte plus de 2 fois et les preneurs avaient dû être réduits à 45 pour 100 de leurs demandes.

Le succès de ce premier emprunt pouvait faire présager le succès du second ; néanmoins, on pouvait se demander si les ressources des capitalistes

n'étaient pas momentanément taries, et si l'on pourrait réussir aussi facilement à trouver 3 milliards après qu'on en avait obtenu 2 l'année précédente.

D'un autre côté, la spéculation avait eu une grande part dans la souscription du premier emprunt ; les titres étaient dans les mains de banquiers qui prêtaient leur argent sur ces rentes plutôt qu'ils ne se les appropriaient à titre définitif; on pouvait craindre que la spéculation, qui rend tant de services dans de semblables circonstances, ne fût, comme l'épargne elle-même, en partie épuisée.

Cependant, comme il semblait que les garanties que donneraient des maisons de banque devaient leur procurer sans grand risque le bénéfice d'une importante commission, on eut l'idée fort ingénieuse d'imposer au syndicat de garantie la fourniture de 700 millions de francs en change étranger à des conditions déterminées.

On intéressait par là les grandes maisons de banque, non seulement à la souscription de l'emprunt, mais encore au maintien dans les limites raisonnables du cours du change, puisque c'étaient ces maisons de banque elles-mêmes qui couraient aux lieu et place du Trésor le risque de la hausse

du change jusqu'à concurrence d'un achat de 700 millions de francs.

On peut dire que toutes les grandes maisons de banque de l'Europe ont concouru à cette opération, et il suffit, pour montrer l'étendue et la grandeur de cette affaire, de dire que le nombre des maisons qui ont signé le traité ou qui y ont adhéré était de 55, et que plusieurs d'entre elles représentaient des syndicats de banquiers, ce qui portait le nombre des intéressés à un chiffre bien plus considérable encore[1].

Ce traité paraît avoir eu une grande influence sur l'opération totale et sur le maintien du cours du change dans les prix modérés.

Le change procuré par les souscriptions d'origine et par les libérations successives a atteint la somme de	1.773.000.000
Le traité conclu en juillet 1872 a donné....	700.000.000
Ensemble......	2.473.000.000
Le reste, soit......	1.775.000.000

a été successivement acheté sur la place, savoir : 1 milliard 078 millions pour la première partie de

1. La concentration des efforts de toutes les maisons de banque de l'Europe a produit des résultats d'une grandeur inespérée. Toutes les autres affaires ont été suspendues pendant un temps, et les capitaux de toutes les banques privées et de tous leurs clients ont concouru au succès du placement des emprunts français et du passage des capitaux à l'étranger. C'est là un fait nouveau dans l'histoire économique de l'Europe, et il convient d'y attacher une importance particulière.

l'opération, celle des deux milliards, et 697 millions pour la seconde et dernière partie de l'opération, celle des trois milliards. Ces chiffres ne comprennent pas les achats pour conversion d'un change en un autre, ni les effets qui ont, comme ceux sur Hambourg, donné lieu à des remises en numéraire.

La première opération, qui s'est étendue du 1er juillet 1871 au 6 mars 1872, a porté sur 1 milliard 477 millions, dont la souscription primitive a fourni 213 millions, les libérations successives 186, et les achats sur place 1,078.

La seconde, qui s'est étendue du mois d'août 1872 au mois d'août 1873, a porté sur 2 milliards 771 millions, dont la souscription primitive a fourni 389 millions, les libérations successives 985, le traité avec les maisons de banque 700, et les achats sur place 697.

Nous avons fait dresser un tableau graphique des cours du change sur Londres, du mois de juillet 1871 au mois de septembre 1873, et l'on peut remarquer en le parcourant l'abaissement de la courbe des prix pendant le moment de repos qui s'est produit entre les deux opérations du mois de mars au mois de juillet 1872.

Enfin, on peut y voir, également d'un coup

d'œil, que la courbe des prix s'est maintenue dans des prix bien plus bas et bien moins agités, pendant la seconde opération, que pendant la première.

Le traité des 700 millions et la mesure avec laquelle le Trésor a facilité ou arrêté les arbitrages entre les titres de rentes libérées et les titres de rentes non libérées ont été pour beaucoup dans ce résultat favorable.

Pour compléter ce tableau graphique, nous donnons un état du prix de l'or en barres pendant la même période.

PRIME DE L'OR EN BARRES A LA BOURSE DE PARIS D'APRÈS LA COTE OFFICIELLE

1871	1er Juillet..	2 à 3 °/₀°	1872	10 Mai.....	3 °/₀°
	8 Août....	3 à 4		10 Juin.....	7 à 8
	2 Octobre.	14		31 Juillet...	12 à 15
	9 —	16 à 17		10 Septemb.	14
	12 —	20 à 22		20 —	12 à 14
	16 —	24 à 25		20 Octobre.	14 à 16
	24 —	20 à 22		31 —	15 à 17
	22 Novemb.	17 à 20		11 Novemb.	13 à 15
	30 —	14 à 16		31 Décemb.	11 à 12
1872	31 Janvier..	13 à 14	1873	10 Janvier..	12 à 13
	10 Février..	11 à 12		10 Février..	11 à 12
	28 —	7 à 8		20 —	9 à 12
	9 Mars....	5 à 7		30 Juin.....	11 à 12
	20 —	4 à 5		10 Septemb.	9

Dépôts de fonds à l'étranger.

Mais il y a une suite d'opérations qui a eu l'influence la plus décisive sur la situation des affaires en France et sur la solidité du marché français et dont il nous reste à parler: c'est celle qui a amené le dépôt des capitaux appartenant au Trésor chez ses correspondants à l'étranger.

On a vu que les versements à l'Allemagne ne pouvaient pas, aux termes des traités, avoir lieu en compte courant, mais qu'ils devaient être annoncés à l'avance et ne pas descendre au-dessous d'un minimum qui a, pendant quelque temps, été fixé à 100 millions de francs. Enfin, pendant la dernière partie de l'opération, les versements devaient avoir lieu mensuellement à raison de 250 millions de francs par mois.

Cependant, le portefeuille du Trésor contenait des effets venant tous les jours à échéance; on pouvait les remettre à l'Allemagne lorsqu'un terme de payement arrivait avant leur échéance, mais ce n'était pas toujours le cas.

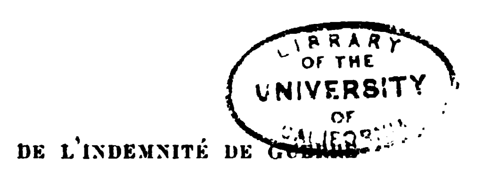
Il a donc fallu organiser à l'étranger un système d'encaissement et, après l'encaissement, un système de dépôts des fonds encaissés.

Lorsque les effets étaient remis à l'Allemagne

avant l'échéance, ils étaient passés à l'ordre du gouvernement allemand au moyen d'un endossement signé par le ministre des finances, et lorsqu'un nouveau ministre entrait en fonction, ou lorsqu'un ministre titulaire était momentanément remplacé par un ministre intérimaire, il fallait joindre aux bordereaux les pièces officielles établissant la qualité du signataire, la chancellerie allemande ayant toujours été très observatrice des formes. Lorsque les effets étaient passés aux correspondants du Trésor, ils étaient endossés par les agents de la Trésorerie française.

Les effets remis avant leur échéance à l'Allemagne donnaient lieu à un décompte d'intérêt ; les effets échéant avant qu'on eût pu les comprendre dans un versement étaient envoyés pour être encaissés aux correspondants du Trésor à Londres, à Bruxelles, à Amsterdam, à Berlin, à Francfort, à Hambourg. Les fonds provenant de ces encaissements restaient chez ces correspondants à la disposition du gouvernement français, et portaient intérêt à son profit jusqu'au jour où ils étaient retirés pour être compris dans un versement à l'Allemagne.

Il est résulté de ce procédé, commandé par la force des choses, que les capitaux destinés aux



payements à faire à l'Allemagne sont restés, on peut le dire, dans le mouvement des affaires jusqu'à la dernière heure.

Ce que le gouvernement français amassait de capitaux continuait, en réalité, à être employé dans les opérations financières du public, jusqu'au jour où les capitaux étaient transmis au gouvernement allemand.

Les sommes importantes qui étaient déposées chez les correspondants du Trésor devaient, en effet, être employées par ceux qui en étaient dépositaires, puisqu'elles étaient productives d'intérêt au profit du Trésor français.

Elles ont servi à prendre du papier à l'escompte surtout pour les dépôts formés en Angleterre, et à faire des reports dans les bourses étrangères, et probablement même à Paris.

Beaucoup de ces correspondants du Trésor à l'étranger consistaient, en effet, en maisons de banque associées ou servant de succursales à des maisons de Paris, et il n'est pas impossible que les fonds déposés dans ces sortes de succursales ne soient rentrés momentanément en France, pour servir à des reports sur le marché de Paris, sauf à retourner à l'étranger pour y être livrés aux agents français, lorsque ceux-ci en demandaient le retrait.

Ainsi que nous l'avons dit, une agence française avait été établie à Londres, où elle fit office de correspondant du Trésor, pendant toute la durée de ces vastes opérations. Les sommes qu'elle a eues en dépôt ont été considérables; elles provenaient des effets sur Londres, qui lui étaient envoyés pour être encaissés, et de la vente d'une certaine quantité de rente 3 p. 100 que le Trésor a dû réaliser pour compte de la caisse de la dotation de l'armée, et qu'il a paru plus avantageux de vendre à la Bourse de Londres qu'à la Bourse de Paris, parce qu'on en a eu les fonds en livres sterling. Cette vente a porté sur 4,008,000 de rentes.

L'agence de Londres, outre qu'elle plaçait les fonds dont le Trésor n'avait pas l'emploi immédiat dans les payements à l'Allemagne, transformait en valeurs allemandes ce qu'elle possédait en livres sterling. Elle a fait également, mais sur une très petite échelle, des acquisitions d'or et d'argent[1]. Les conversions en valeurs allemandes ont employé 31 millions 687,315 liv. sterling, et les acquisitions d'or et d'argent 1 million 132,094 livres sterling.

1. Il a été acheté des matières d'or et d'argent pour 1,132,094 livres sterling; les achats ont été conclus à Paris et payés par l'agence de Londres : ils figurent par suite dans les comptes de l'agence. Il en était de même des conversions de livres sterling en valeurs allemandes. Ces conversions étaient tantôt faites et soldées à Londres, tantôt faites à Paris et payées à Londres.

Nous donnons ci-dessous la situation du compte du Trésor à l'agence financière de Londres au dernier jour de chaque mois, depuis le 31 décembre 1871 jusqu'au 31 août 1873.

SITUATION DU COMPTE DU TRÉSOR A L'AGENCE FINANCIÈRE AU DERNIER COURS DE CHAQUE MOIS

1871	Décemb.	5.018.109	7	4 3/4	à 25 30	126.958.167	05
1872	Janvier.	6.044.055	18	10 1/4		152.914.615	32
	Février.	6.710.714	12	0 1/2		169.983.479	43
	Mars...	3.215.013	12	»		81.339.844	08
	Avril...	775.450	7	10		19.618.894	90
	Mai....	578.891	8	0 3/4		14.645.952	45
	Juin,...	1.001.673	15	3 1/4		25.342.346	26
	Juillet..	1.300.357	11	3 1/2		32.899.046	37
	Août...	8.006.452	17	»		202.563.257	10
	Sept....	7.142.040	6	6		180.693.620	22
	Octobre.	6.747.944	9	2 1/4		170.722.994	70
	Novemb.	7.363.488	14	4 1/4		186.296.264	55
	Décemb.	7.102.847	15	4 1/2		179.702.048	54
1873	Janvier.	7.446.619	5	4 1/2		188.399.467	49
	Février.	5.493.090	8	5 1/2		137.608.987	69
	Mars...	4.099.142	0	2		103.708.292	81
	Avril...	2.895.147	6	3 1/4		73.247.227	»
	Mai....	2.696.299	8	1 3/4		68.216.375	02
	Juin....	1.825.479	17	11 1/4		46.184.640	40
	Juillet..	1.253.837	16	0 3/4		31.722.096	37
	Août...	1.018.749	8	4 1/2		25.774.360	29

De même qu'à Londres, des dépôts considérables étaient formés à Berlin, Francfort, Amsterdam, Hambourg et Bruxelles.

Le 31 décembre 1872, il y avait en valeurs en dépôt à courte échéance, ou en fonds encaissés sur valeurs échues :

A Amsterdam............	22.960.000
A Bruxelles..............	109.418.000
A Berlin..................	136.650.000
A Francfort..............	6.025.000
A Hambourg.............	141.900.000

Les sommes libres étaient dirigées sur Berlin, au fur et à mesure de l'échéance des termes de payements, et remplacées par celles que fournissaient les encaissements ultérieurs et successifs.

Les fonds accumulés en Belgique ont donné lieu à des envois directs de numéraire en Allemagne sous forme de pièces de 5 francs. Ces envois sont compris dans le tableau donné dans la première partie de ce rapport, sous la rubrique de valeurs belges. Il se sont montés à 18 millions de francs.

Tels ont été les modes de versement employés par le gouvernement français pour faire passer l'énorme capital de 5 milliards de France en Allemagne.

La France n'a pas paru en être appauvrie, et la circulation en a été si peu troublée, que les changes n'ont jamais atteint des cours aussi élevés qu'on aurait pu s'y attendre. Nous avons été pré-

servés de cette dépréciation qui a affligé d'autres pays, dans des circonstances qui paraissaient cependant plus favorables que celles que nous avons rencontrées.

Non seulement la France n'a pas eu à subir de crise monétaire, mais elle n'a pas autant souffert que d'autres nations de la crise financière, dont les effets ont été si funestes sur certaines places du continent.

La cause du succès de cette opération de change sans précédent n'est pas seulement dans l'habileté avec laquelle elle a été conduite, habileté qui ne peut pas être mise en doute ; elle est dans un ensemble de faits difficiles à éclaircir, sur lesquels il nous reste à présenter des observations ; ce sera l'objet du chapitre V de ce Rapport.

V

Nous avons exposé plus haut les procédés qui ont été employés par le gouvernement français pour réunir les ressources destinées à payer les cinq milliards de francs de l'indemnité de guerre, pour transformer ces ressources en valeurs étrangères, et pour en faire passer le montant en Allemagne après les avoir transformées.

De ces procédés, le plus productif a été l'acquisition de lettres de change.

Le Trésor français a rassemblé un portefeuille de valeurs qui a été remis à l'Allemagne avant l'encaissement par la livraison même des effets, ou après l'encaissement par la livraison des fonds que l'encaissement avait produits. Ce portefeuille, nous savons qu'il a renfermé plus de 120,000 effets, pour une valeur de 4 milliards 248 millions de francs.

La question qu'il faut essayer de résoudre est celle de savoir comment les banquiers ou les intermédiaires dont s'est servi le Trésor ont pu acheter ou créer, pour les vendre au gouvernement français, tant de valeurs et pour une aussi forte somme, sur l'Angleterre, la Hollande, la Belgique et l'Allemagne.

Les effets sur l'étranger qui se trouvent dans un pays ont pour objet la liquidation d'autant de dettes. Ce sont comme les factures de ce que l'étranger est venu y acheter, ou comme la reconnaissance de dettes échues qu'il est venu y contracter. Il peut bien s'y mêler des crédits qui sont des payements faits à l'avance; mais ces payements d'avance ou ces crédits sont couverts dans un délai plus ou moins long, par des livrai-

sons de marchandises ou de valeurs. Le change étranger représente surtout le payement de valeurs livrées ou à livrer à l'étranger. Si ce n'est pas tout, c'est du moins le principal, car on serait incomplet si l'on n'ajoutait pas que le change étranger peut représenter également la rente des capitaux placés à l'étranger.

Trouver du change, c'est donc recueillir du papier créé par suite d'opérations internationales ; en créer, c'est donc inventer et poursuivre une opération internationale.

Quelles sont les opérations internationales qui ont été faites en France de 1871 à 1873 ?

Que signifient les lettres de change trouvées dans notre pays par les agents du Trésor de 1871 à 1873 ?

Si on le savait, on aurait la clef de ce qui s'est passé pendant ces trois années sur le marché français ; on comprendrait la possibilité de la transmission sans crise d'un capital de 5 milliards de France en Allemagne, on aurait l'explication d'un fait qui n'est devenu en quelque sorte probable que par sa réalisation, et dont on peut dire que la théorie nous échappe en partie.

Quand on a sous la main un portefeuille matériel et qu'on manie réellement les lettres de change, les traites, les délégations que ce portefeuille con-

tient, on peut, si l'on est au courant des affaires, reconnaître dans une certaine mesure, à la lecture de ces papiers, la nature des opérations qui y ont donné naissance.

Il n'est malheureusement pas possible d'agir ainsi à l'égard d'un portefeuille qui a contenu plus de 120,000 effets d'une valeur de plus de 4 milliards de francs.

On y voyait toutes sortes d'effets, depuis des billets de moins de 1,000 francs, jusqu'à des traites de plus de 5 millions de francs. Les uns portaient la mention d'un achat de marchandises, les autres ne paraissent être que des papiers de création spéciale, destinés eux-mêmes à être couverts à l'échéance par des papiers qui seraient créés cette fois pour solder des opérations réelles.

Les crédits de banque, les circulations de maisons mères avec leurs succursales, les arbitrages de valeurs, les payements de factures réglées, les remises de fonds pour achats ultérieurs de marchandises, les règlements de dettes de l'étranger à la France sous forme de coupons de rentes, ou d'actions ou d'obligations industrielles, tout se trouvait dans ces effets, constituant le portefeuille le plus colossal qui ait encore été réuni dans une seule main.

En faire, après coup, la classification détaillée est une entreprise absolument impossible ; il faut se borner à déterminer les catégories d'opérations qui ont permis de le constituer, et présenter à propos de ces catégories quelques considérations générales sur l'importance et sur le sens des affaires qui étaient comprises dans chacune d'elles.

Il y a cinquante ans, il n'y avait pas d'autres opérations internationales que les affaires de marchandises ou de numéraire.

Les marchandises, l'or et l'argent, étaient les seules matières d'importation et d'exportation. La balance du commerce se faisait avec l'or et l'argent. Tout ce qu'on achetait à l'étranger, on le payait en or ou en argent, quand on ne l'avait pas payé en marchandises.

On pouvait alors trouver dans les statistiques de la douane des données plus ou moins exactes, mais des données réelles sur le mouvement des affaires entre deux pays ; mais les choses ont bien changé depuis cinquante ans.

On constate, surtout depuis vingt-cinq ans, la présence dans les affaires internationales de ce qu'on pourrait appeler un article nouveau d'exportation, article qui a pris dans tous les pays le pas sur tous les autres, et dont l'intervention a eu

pour résultat de dénaturer absolument le sens des statistiques douanières. Cet article nouveau, c'est le *titre ;* c'est la transmission à travers la frontière des divers états de la propriété des capitaux, par la représentation, facile à transporter, de ces capitaux, sous forme de papier, titres de rente, actions, obligations de chemins de fer, ou d'une industrie quelconque.

Pour connaître le mouvement réel des affaires internationales, il faudrait donc connaître non seulement l'importation et l'exportation des marchandises, l'importation et l'exportation du numéraire, mais encore l'importation et l'exportation des titres, et cette dernière catégorie, qui est la plus importante et qui est la clef des deux autres, échappe à toute espèce de statistique.

Nous donnerons sur ces trois catégories d'affaires internationales les renseignements les plus précis qu'il nous ait été donné de recueillir.

IMPORTATION ET EXPORTATION DE MARCHANDISES

Les états de douane constituent les seuls documents officiels dans cette matière. Ils nous montrent une situation très favorable pendant les trois années dont nous avons à nous occuper, mais n'ex-

pliquent pas, loin de là, l'existence en France de 4 milliards 250 millions de lettres de change en trois ans, ou de 1 milliard et demi par an. En voici le résumé :

ANNÉES	IMPORTATION	EXPORTATION	EXCÉDENT d'importation	EXCÉDENT d'exportation
1867	3.026.500.000	2.825.900.000	200.000.000	»
1868	3.033.700.000	2.789.900.000	513.800.000	»
1869	3.153.100.000	3.740.900.000	78.200.000	»
1870	2.867.400.000	2.802.100.000	65.300.000	»
1871	3.566.700.000	2.872.500.000	694.200.000	»
1872	3.570.300.000	3.761.600.000	»	191.300.000
1873	300.6.200.000	3.926.900.000	»	326.700.000

Il résulte de ce tableau que, tout de suite après la guerre, le commerce d'exportation de la France a pris un développement considérable. Il a dépassé en importance tout ce qu'il avait produit auparavant, et a donné, en 2 ans, ce qui ne s'était pas encore vu, un excédent d'exportation sur l'importation de 518 millions de francs.

Si le contraire avait eu lieu, nul doute que le règlement de l'indemnité de guerre n'eût rencontré des difficultés énormes, et c'est une circonstance des plus heureuses que cet excédent d'exportation se soit produit pendant ces deux années critiques ; mais il est loin d'expliquer l'abon-

dance des lettres de change qui sont venues s'offrir au Trésor.

Il faut, d'ailleurs, faire entrer, dans le compte que nous sommes obligés de faire, le résultat de l'année 1871, et ce résultat annule absolument celui des deux années 1872 et 1873.

En 1871, les importations l'ont emporté de 694 millions 200,000 francs sur les exportations, ce qui absorbe la totalité des 518 millions d'excédent d'exportation des deux années suivantes ; et si, pour être complet, on ajoute à l'excédent de 1872-1873 l'accroissement de valeur des marchandises réexportées après admission temporaire, on n'arrive encore qu'à un chiffre inférieur à celui de 694 millions, qui forme le déficit de l'année 1871.

Quant à supposer une situation antérieure favorable à la France et la constituant créancière de l'étranger par une sorte de report d'une année sur l'autre, au moyen des crédits constamment ouverts en France et renouvelés au profit des acheteurs étrangers, il est impossible de s'arrêter à cette hypothèse, qui n'a aucune vraisemblance. L'Angleterre est créancière du monde entier, cela est un fait certain ; mais il est difficile de croire que la France joue dans les affaires de marchan-

dises, comme l'Angleterre, et avec la même ampleur, le rôle de banquier du monde.

Nous donnons, d'ailleurs, ci-dessous deux tableaux résumés présentant le mouvement des marchandises et des métaux précieux de 1827 à 1873.

Il en résulte un excédent d'exportation de marchandises de 2 milliards 597 millions de francs, et un excédent d'importation de numéraire de 6 milliards 692 millions de francs, dont la balance représente la France comme débitrice et non pas comme créancière de l'étranger.

Nous ferons plus loin des réserves sur l'exactitude des tableaux de la douane, en ce qui concerne le mouvement des métaux précieux ; mais ces réserves ont pour objet l'atténuation qui, à notre sens, existe dans la valeur de l'or importé ou exporté.

Les autres éléments du compte entre la France et l'étranger, c'est-à-dire les placements français en fonds étrangers et les créances à recouvrer sous forme de coupons, qui ont joué un si grand rôle depuis quelques années, ne peuvent pas changer le sens des tableaux que nous publions, parce que si, d'un côté, la France a été souvent et pour de fortes sommes créancière de l'étranger pour coupons d'intérêt, d'un autre côté, elle a justement

employé cette nature de créance et les autres à faire de nouveaux placements au dehors, placements qui n'ont pas discontinué de 1860 à 1870, et qui ne peuvent pas avoir laissé aucun disponible à la date dont nous nous occupons, c'est-à-dire en 1871. Nous verrons plus loin qu'il n'en a pas été de même en 1871, 1872 et 1873; mais ce serait anticiper sur la suite de ce rapport que d'entrer à cette place dans des explications à ce sujet.

On doit donc reconnaître que, ni la situation antérieure des crédits pour affaires de marchandises, ni le mouvement des marchandises de 1871 à 1873, n'expliquent la quantité de change trouvée, si à propos, pour faire l'opération des cinq milliards. Le mouvement de 1872 et 1873 a facilité l'opération; il l'aurait entravée s'il avait eu lieu dans un sens contraire, mais il ne donne pas la justification d'un portefeuille égal à celui que le Trésor a pu acquérir.

Il faut toutefois remarquer que, pour la facilité qu'on a eue à acheter des changes, le montant brut des exportations a joué un rôle, indépendamment de la balance entre les exportations et les importations.

La différence de 176 millions entre les importa-

tions et les exportations de 1871 à 1873 est donnée, en effet, par la comparaison entre 10 milliards 737 millions de francs d'importation et 10 milliards 561 millions d'exportation.

S'il a été exporté pour 10 milliards et demi de marchandises, il a été possible de puiser dans les effets créés pour régler cette masse de transactions une grande quantité de valeurs que le Trésor s'est appropriées, sauf à laisser au commerce et à la banque le soin de chercher dans des opérations de métaux, de titres, de circulation, de crédit, les moyens de liquider une partie des transactions inverses qui, pour 10 milliards 700 millions, ont eu pour objet des importations de marchandises. Ce qu'il fallait avant tout, c'était un grand marché de change pour pouvoir y puiser les effets dont le Trésor avait besoin, et ce grand marché a existé par suite du développement considérable de nos exportations.

Mais en dehors de cette grande activité que les exportations ont donnée au marché du change, le mouvement international des affaires de marchandises ne donne pas la clef de l'opération faite par le Trésor français.

COMMERCE EXTÉRIEUR (Commerce spécial)

PÉRIODES	IMPORTATIONS	EXPORTATIONS	Excédent des importations	Excédent des exportations	Excédent total d'EXPORTATIONS et d'IMPORTATIONS	
	millions	millions	millions	millions		
Moyenne de 1827 à 1836	479.9	521.4	»	41.5	»	415.0
Moyenne de 1837 à 1846	776.4	712.9	63.5	»	635.0	»
Moyenne de 1847 à 1856	1.077.1	1.223.7	»	146.0	»	1.466.0
Moyenne de 1857 à 1866	2.200.5	2.430.1	»	229.0	»	2.296.0
Année 1867	3.026.5	2.825.9	200.6	»	200.6	»
— 1868	3.303.7	2.789.9	513.8	»	513.8	»
— 1869	3.153.1	3.074.9	78.2	»	78.2	»
— 1870	2.867.4	2.802.1	65.3	»	65.3	»
— 1871	3.566.7	2.872.5	694.2	»	694.2	»
— 1872	3.570.3	3.611.6	»	191.3	»	191.3
— 1873	3.600.2	3.926.9	»	326.7	»	326.7
					2.187.1	4.695.0
					2.507.9	

ADMISSIONS TEMPORAIRES

	MATIÈRES premières mises en œuvre	PRODUITS réexportés	Excédent des importations	Excédent des exportations	
Moyenne de 1852 à 1856	20.8	29.2	»	8.4	42.0
Moyenne de 1857 à 1866	66.1	136.7	»	70.6	06.07
Année 1867	175.0	258.8	»	83.8	83.8
— 1868	111.7	184.0	»	72.3	72.3
— 1869	116.2	181.9	»	65.7	65.7
— 1870	67.2	112.4	»	45.2	45.2
— 1871	32.4	52.5	»	20.1	20.1
— 1872	73.8	128.7	»	54.9	54.9
					3.597.9

Mouvement des métaux précieux

(OR ET ARGENT EN LINGOTS ET EN MONNAIES)

PÉRIODES	IMPORTATIONS	EXPORTATIONS	Excédent des importations	Excédent des exportations	Excédent total d'importations et d'exportations	
	millions	millions	millions	millions		
Moyenne de 1827 à 1836..........	180.9	69.7	111.2	»	1112.0	»
Moyenne de 1837 à 1846...	171.1	75.5	95.6	»	956.0	»
Moyenne de 1847 à 1856.....	363.3	224.4	138.9	»	1389.0	»
Moyenne de 1857 à 1866..........	687.7	502.5	185.2	»	1852.0	»
Année 1867.......	849.4	252.7	596.7	»	596.7	»
— 1868........	686.6	365.0	321.6	»	321.6	»
— 1869........	647.4	264.3	383.1	»	383.1	»
— 1870........	416.4	261.2	155.2	»	155.2	»
— 1871........	301.1	501.7	»	206.6	»	200.6
— 1872........	383.0	333.4	49.6	»	49.6	»
— 1873.......	578.6	500.6	78.0	»	78.0	»
					6893.2	200.6
					6.692.6	

IMPORTATION ET EXPORTATION DU NUMÉRAIRE

Le mouvement du numéraire est plus difficile à connaître que celui des marchandises, parce que les statistiques officielles ne donnent pas des chiffres aussi exacts pour les métaux précieux que pour les marchandises.

L'inexactitude des statistiques de la douane en ce qui concerne l'or, a été signalée dans les di-

verses enquêtes faites sur la question des banques et sur la monnaie.

Les personnes qui importent ou exportent l'or et l'argent font un bénéfice extrêmement réduit sur chacune de leurs opérations, et ce n'est qu'en les multipliant qu'elles peuvent arriver à des résultats avantageux.

La moindre augmentation dans les frais de transport suffit pour arrêter toute affaire; aussi, les personnes qui font le commerce des métaux précieux sont-elles souvent amenées à faire aux transporteurs des déclarations inexactes pour ne pas payer le plein des tarifs. C'est une manière, pour les négociants en métaux précieux, de rester leurs propres assureurs dans une certaine mesure. Les déclarations inexactes recueillies ensuite par la douane forment la base des tableaux publiés.

Les états de la douane portent pour le numéraire, dans les trois années 1871, 1872 et 1873, une exportation de 1 milliard 335 millions, et une importation de 1 milliard 262 millions de francs, ainsi que cela résulte du tableau que nous avons donné plus haut. Nous avons vu que le gouvernement français avait exporté par lui-même, pour les payements à l'Allemagne, 513 millions de francs en numéraire, de sorte que le commerce

n'aurait exporté, si les chiffres de la douane étaient exacts, que 820 millions de francs en numéraire. Il résulte, cependant, des renseignements particuliers que nous avons obtenus des trois maisons de Paris qui font le plus d'affaires en métaux précieux, que ces trois maisons ont exporté à elles seules, pendant ces trois années, du numéraire pour 850 millions de francs.

Ce n'est donc pas dans les états de douane que l'on peut trouver une indication précise du mouvement des métaux précieux en 1871, 1872 et 1873.

Ce que l'on sait, avec une certaine exactitude, c'est la production des métaux précieux dans le monde et le monnayage dans les différents États.

On a fait des études très sérieuses sur la production de l'or et de l'argent, et on a pu dresser des états, que l'on considère comme suffisamment approximatifs, de la quantité d'or et d'argent existant dans les pays de l'Europe, aux États-Unis et dans les colonies anglaises.

On sait que cette quantité a beaucoup augmenté depuis 1848, à la suite des découvertes de gisements aurifères en Californie et en Australie.

Dans la publication faite en 1873 par le ministère des finances de Belgique, à l'occasion de la révision de la convention monétaire, on trouve un

tableau du stock d'or et d'argent des pays de la civilisation occidentale à la fin de chaque année, de 1849 à 1867 (6e fascicule, page 16).

Ce tableau porte à 25 milliards 141 millions de francs le stock d'or, et à 18 milliards 629 millions de francs le stock d'argent, soit en tout 43 milliards 770 millions en 1867, tandis qu'il n'était que de 34 milliards 488 millions en 1849.

La différence constitue un accroissement, sur l'or et l'argent réunis, de 9 milliards 282 millions de francs; mais la quantité d'or a augmenté de 18 milliards 728 millions, tandis que la quantité d'argent a diminué, par suite des exportations continuelles d'argent dans la Chine et dans l'Inde, de 1 milliard 446 millions de francs.

Stock d'or et d'argent des pays de la civilisation occidentale, à la fin de chaque année, de 1849 à 1867 (milliers de francs). Or à 3,444 fr. 44 le kilog.; argent à 222 fr. 22 le kilog.

	OR	ARGENT	TOTAL
1849	14.413.259.1	20.075.243.6	34.488.502.8
1850	14.788.014.2	20.050.910.6	34.838.924.8
1851	15.240.613.6	20.017.799.8	35.258.413.4
1852	16.002.523.8	19.981.555.7	35.984.709.5
1853	16.810.589.4	19.933.267.3	36.743.856.7
1854	17.522.210.7	19.888.534.4	37.410.745.1
1855	18.215.576.5	19.855.423.6	38.071.000.1
1856	18.950.619.9	19.824.312.8	38.774.932.8
1857	19.654.319.»	19.640.892.4	39.295.211.5
1858	20.335.284.8	19.476.716.3	39.812.001.2
1859	20.962.517.3	19.309.095.8	40.271.613.1
1860	21.536.361.1	19.150.630.7	40.686.991.8
1861	22.110.893.7	19.001.698.8	41.112.592.5
1862	22.907.248.2	18.829.322.8	41.732.571.»
1863	23.020.570.3	18.677.146.5	41.697.716.8
1864	23.480.058.5	18.517.392.6	41.997.451.1
1865	23.965.724.6	18.399.238.2	42.364.952.8
1866	24.535.090.5	18.449.237.7	42.984.328.2
1867	25.141.312.»	18.628.702.6	43.770.014.6

De cet accroissement dans la quantité de l'or, c'est la France qui a le plus profité absolument et proportionnellement ; elle a été le pays de la grande importation de l'or, comme l'Inde a été le pays de la grande importation de l'argent, et il est presque aussi difficile d'expliquer cette absorption de l'or par la France que celle de l'argent par l'Inde.

Il a été monnayé en France, de 1848 à 1871, de l'or pour 6 milliards 640 millions de francs, savoir :

De 1848 à 1851.............	421.709.260
1852 à 1856.............	1.822.230.305
1857 à 1861.............	2.290.617.475
1864 à 1866.............	1.227.273.155
1867 à 1871.............	878.407.065
	6.640.237.260

Pendant la période de 24 ans, il a été monnayé en Angleterre, en Australie et aux États-Unis, 8 milliards 449,550,000 francs d'or (livre sterling comptée pour 25 francs), savoir :

Angleterre.............	3.090.100.000
États-Unis.............	4.639.475.000
Australie..............	719.975.000
	8.449.550.000

La France a donc absorbé 44 pour 100 de la

monnaie d'or frappée, de 1848 à 1871, dans les quatre grands pays où la circulation monétaire est fondée sur l'or.

Cependant la population de ces quatre pays est de 109 millions d'habitants, dont 39 millions pour la France ; 32 millions pour l'Angleterre ; 39 millions pour les États-Unis ; 2 millions pour l'Australie ; ce qui ne donne pour la France qu'une proportion de 33 pour 100.

Mais il faut tenir compte de l'augmentation de la population pendant 24 ans.

Pour l'Angleterre, l'augmentation a été de 4 millions d'habitants ;

Pour les États-Unis, de 17 millions ;

Pour l'Australie, de 2 millions ;

Tandis que, pour la France, la population est restée à peu près stationnaire : 45,781,000 habitants en 1851, et 36,103,000 en 1871.

Ainsi, quoique la population de la France n'ait pas augmenté et qu'elle ne représente que 33 pour 100 de la population totale des quatre grands pays que nous avons cités, elle a absorbé 44 pour 100 de la monnaie d'or frappée depuis 24 ans.

Nous avons donc eu raison de dire que c'est la France qui a le plus profité de l'augmentation du stock de l'or depuis 25 ans.

Nous avons vu que le monnayage des pièces d'or a été de 6 milliards 640 millions de francs, ce qui, pour une période de 24 ans, fait une moyenne de 276 millions 600,000 francs par an.

Une partie de cet or a remplacé l'ancienne monnaie d'argent, qui faisait la base de la circulation avant 1848; car, sur les 5 milliards frappés en argent depuis le commencement du siècle, on n'estimait, en 1869, qu'à un milliard environ la somme de monnaie d'argent qui existait encore en France.

La plupart des économistes évaluaient de 2 à 3 milliards de francs la monnaie métallique française en 1848, et depuis cette époque il a été fabriqué, comme nous l'avons vu, pour 6 milliards 640 millions de monnaie d'or. Il est très difficile de savoir ce qui en a été exporté depuis ou démonétisé par la refonte, mais il est probable qu'une grande partie de cet or monnayé est resté en France à l'état de monnaie circulant ou de monnaie thésaurisée; et notre honorable collègue, M. Wolowski, dans la séance du 4 février 1874, croyait pouvoir dire que la masse du numéraire existant en France était aujourd'hui de 5 à 6 milliards de francs.

Combien la France a-t-elle perdu de cette quan-

tité de numéraire, de 1870 à 1873? C'est ce qu'il est difficile de déterminer. Elle a évidemment perdu de l'or et repris de l'argent. D'après les états de douane, elle aurait, étant tenu compte de toute différence, exporté 376 millions de francs d'or, et importé 304 millions de francs d'argent, mais si les états de douane donnent exactement le sens des mouvements, ils n'en donnent pas le montant, et les chiffres que nous venons de citer ne sont pas exacts, tout au moins pour l'or, dont le faible poids par rapport à la valeur permet beaucoup plus les dissimulations que pour l'argent.

Nous avons recueilli deux documents étrangers qui peuvent nous éclairer sur la perte que nous avons faite du numéraire en or : le premier est un état des matières d'or employées par l'Allemagne dans la fabrication de sa nouvelle monnaie d'or; le second est un relevé du nombre de pièces d'or de 20 francs achetées par la Banque d'Angleterre, de 1870 à 1873.

Les hôtels des monnaies d'Allemagne ont démonétisé pour 847 millions de francs de pièces d'or de 20 francs, et la Banque d'Angleterre a acheté pour 197 millions de francs de pièces de 20 francs.

On a vu que, sur les 847 millions de francs en

pièces de 20 francs démonétisées par l'Allemagne, il y a 42 millions qui ont été achetés en Angleterre; et, comme la Banque d'Angleterre avait en juin 1874 revendu 116 millions de monnaie d'or française, il est probable que les 42 millions achetés par l'Allemagne en Angleterre font double emploi avec pareille somme comprise dans les 197 millions de la Banque d'Angleterre.

Il y aurait donc un peu plus de 1 milliard de francs en pièces de 20 francs dont on connaît le passage à l'étranger.

La Banque d'Amsterdam a reçu aussi un certain nombre de pièces de 20 francs, qu'on peut évaluer à 90 millions de francs; mais si l'on compense les sorties de pièces de 20 francs pour la Banque d'Amsterdam avec les quantités qui auraient pu, dans les achats de la monnaie allemande, provenir d'une autre source que de la France, on peut, sans crainte de se tromper de beaucoup, évaluer à 1 milliard de francs la perte faite par la France dans sa circulation d'or.

Sur ce milliard, 273 millions ont été exportés directement par l'État; le reste, soit environ 730 millions de francs, a donné lieu, sans doute, à la création de lettres de change qui ont été vendues au Trésor dans le total des 4 milliards 250 millions

de francs, ou qui ont servi de contre-partie pour faire des importations d'argent.

D'un autre côté, s'il y a eu perte dans la circulation d'or, il y a eu augmentation dans la circulation d'argent..

Il est certain que la baisse qui est survenue dans la valeur de l'argent en a fait introduire d'assez grandes quantités en France. La Monnaie a fabriqué, de 1870 à 1873, des pièces d'argent pour 237 millions de francs, dont nous avons vu que 92 millions ont été frappés avec de l'argent de Hambourg pour le compte du gouvernement et pour être envoyés en Allemagne.

Il serait donc resté en France 145 millions de pièces de 5 francs. La douane donne un chiffre de 304 millions qui comprend, outre les lingots, les monnaies frappées, et ce chiffre n'est contredit par aucun document particulier, à notre connaissance.

Les chiffres les plus probables seraient donc une perte de 1 milliard en or et une rentrée de 300 millions en argent, ce qui représenterait une perte finale, pour le stock métallique de la France, de 700 millions de francs, soit de 11 à 14 pour 100.

Si l'on rapproche ce résultat des indications

que fournissent les différentes situations de la Banque de France, depuis 1870, on peut le considérer comme suffisamment exact.

Nous ne parlons, bien entendu, que du temps qui s'est écoulé pendant le payement des 5 milliards, c'est-à-dire de 1870 à l'automne de 1873, parce que depuis cette époque le stock métallique s'est reconstitué. Il est probable qu'il y a aujourd'hui autant de numéraire en France qu'avant la guerre.

Le 7 juin 1870, l'encaisse de la Banque de France était de 1 milliard 311 millions.

Le 11 septembre 1873, il était réduit à 708 millions de francs. Aux mêmes époques, la circulation des billets était de 1 milliard 375 millions, et de 2 milliards 881 millions de francs.

En juin 1870, les billets de banque fournissaient au stock métallique de la France un supplément de 64 millions ; au 11 septembre 1873, il fournissaient un supplément de 2 milliards 179 millions de francs.

Comme la dépréciation du billet de banque a été peu sensible, il est probable que la quantité totale des agents de la circulation est restée la même, ce qui ferait supposer qu'il y a eu une perte dans le stock métallique de 2 milliards 100 mil-

lions de francs, dont les billets de banque auraient pris la place : ce serait un écart de 1,400 millions avec le chiffre que nous avons cru devoir indiquer plus haut; mais il n'y a peut-être pas de contradiction entre les deux chiffres, car les billets de banque prennent la place du métal qu'on retire de la circulation aussi bien en le thésaurisant qu'en l'exportant; et il est assez probable que la thésaurisation aura été excitée par les inquiétudes qu'on a eues pendant les années 1870 et 1871. De sorte qu'on peut supposer que l'émission supplémentaire de 2 milliards 100 millions de francs aura pris la place de 700 millions de numéraire exporté et de 1,400 millions de numéraire soustrait par la thésaurisation à la circulation[1].

Tels sont les renseignements qu'il nous a été possible de nous procurer, pour éclairer autant qu'on le pouvait la question du mouvement du numéraire.

Si les résultats que nous avons obtenus ne sont pas d'une exactitude rigoureuse, ils permettent, néanmoins, d'affirmer que ce n'est pas plus dans l'exportation du numéraire que dans celle des mar-

1. En même temps que la thésaurisation de l'or, il y a eu la thésaurisation des billets, et nous envisageons les deux en bloc. La masse de billets soustraits à la circulation a dû représenter une somme énorme, par suite de la volonté de réaliser ou de l'impuissance d'employer ce qu'on avait.

chandises qu'on peut trouver l'explication du portefeuille acquis par le Trésor. Sur une exportation totale évaluée par nous à 700 millions, le Trésor a, pour sa part, remis directement à l'Allemagne 500 millions de numéraire; on trouverait donc dans le mouvement des métaux précieux tout au plus 200 millions de francs qui auraient servi, toute balance faite, à la création des lettres de change vendues au Trésor.

IMPORTATION ET EXPORTATION DE TITRES

Nous avons déjà fait remarquer que le mouvement international des titres a pris depuis vingt-cinq ans une importance tout à fait prépondérante.

La France a, pendant cette période de temps, absorbé de grandes quantités de titres, comme elle a absorbé de grandes quantités d'or. L'or est aussi une valeur étrangère, une valeur étrangère d'une grande sécurité, mais ne portant point intérêt. La France a donc absorbé des valeurs étrangères sous forme d'or improductif d'intérêt ou sous forme de valeurs productives d'intérêt, et cela sur une échelle au moins de 7 à 800 millions de francs par année.

L'or qu'on importe consomme du change sans en rendre; mais les valeurs à intérêt qu'on fait venir

de l'étranger en rendent après en avoir absorbé. Pour faire passer à l'étranger le capital avec lequel on achète des valeurs, il faut acheter du change ; mais pour faire rentrer les intérêts du capital qu'on a placé à l'étranger, il faut en vendre. L'importation des titres étrangers crée du change dans l'avenir, dans une proportion égale au montant du revenu annuel de ces titres. Il en est résulté que les placements faits par la France à l'étranger, y compris ce que l'on peut appeler les placements en or, n'ont plus, au bout de quelques années, été payés qu'avec les intérêts de ceux des placements antérieurs qui étaient productifs.

Si cela est vrai, et les faits sont là pour le prouver, on conçoit facilement que la cessation des placements à l'étranger et des importations d'or, pendant trois ans, ait mis à découvert comme une source de change qui n'avait pas d'emploi.

C'est bien le phénomène qui s'est produit. Il y avait en France, avant la guerre, de grandes quantités de change provenant de l'encaissement, par les Français, des coupons de valeurs étrangères dont ils étaient propriétaires, et on peut, sans exagération, évaluer l'importance de ce change à 6 ou 700 millions de francs par année. On peut y ajouter aussi les revenus réalisés à l'étranger, mais dépen-

sés en France par les étrangers qui voyagent chez nous ou qui s'y établissent pendant un temps ; c'est encore une source spéciale de change que l'on a évaluée à des chiffres divers, mais qui n'est pas inférieure, à ce que l'on croit, à 2 ou 300 millions de francs[1].

Il y avait donc en France, avant la guerre, du change étranger pour 800 à 900 millions, peut-être 1 milliard de francs, qui trouvait son emploi dans des placements nouveaux en valeurs étrangères, ou qui permettait une importation constante d'or, quelle que fût la balance du commerce.

La France pouvait ainsi, avant 1870, faire aisément en trois années un placement à l'étranger de 3 milliards de francs, peut-être plus, sans amener de crise monétaire. Les trois années qui ont suivi la guerre ont eu la même ressource, sinon dans une proportion aussi forte, du moins dans une proportion encore considérable. Il est probable, en effet, qu'une partie des titres étrangers a été exportée et que les dépenses des étrangers en France n'ont pas atteint, de 1871 à 1872, le même chiffre que de 1860 à 1870; mais, à supposer une expor-

1. Les chiffres que nous donnons peuvent paraître bas; nous nous sommes attachés à présenter des minima; ainsi, beaucoup de publicistes évaluent à 1 milliard et à 1 milliard et demi les placements annuels de la France à l'étranger de 1860 à 1870, et à beaucoup plus de 300 millions les dépenses en France de revenus étrangers.

tation de titres étrangers pour une valeur de 2 milliards de francs, ce qui serait déjà considérable, il en résulterait pour les intérêts annuels une différence de quelque chose comme 100 millions de francs, ou de 300 millions pour trois ans. On peut donc croire que la source de change que nous signalons a pu encore fournir à l'opération des 5 milliards de 2 à 2 milliards et demi de francs, si ce n'est plus.

Quant à l'exportation même des titres étrangers, il est certain qu'elle a eu lieu, mais on ne peut pas dire sur quelle échelle.

Notre honorable collègue, M. Moreau, a bien voulu faire faire un relevé des valeurs étrangères qui ont donné lieu à des livraisons de titres à la Bourse de Paris ; ce relevé, nous le donnons plus bas, mais il n'a pas fourni les indications que nous en attendions. Ce tableau avait été dressé dans la supposition que tout ce qui avait été livré de titres étrangers contre argent avait été exporté ; en cherchant la quantité des livraisons, on espérait trouver la quantité des exportations. Il est bien probable, en effet, que les titres livrés à des preneurs nouveaux pendant la période qui nous occupe ont été exportés ; les preneurs nouveaux ne devaient pas être des capitalistes français, parce qu'on ne faisait pas, à cette époque, de placements à l'étranger, les

épargnes du pays se portant tout entières sur les nouveaux emprunts français; mais dans le tableau que nous donnons, il y a un mélange de livraisons pour reports avec des livraisons pour placements, et les livraisons pour reports, c'est-à-dire contre argent prêté et seulement pour un temps, se multiplient par le nombre des liquidations pendant lesquelles les reports ont été continués.

Il faut dire, de plus, que le tableau en question ne comprend pas les valeurs étrangères qui sont négociées sans l'intermédiaire des agents de change, par ce qu'on appelle la coulisse; et rien qu'à lire les noms des valeurs qu'il contient, on s'aperçoit qu'il laisse en dehors les fonds américains et bien d'autres, qui jouent un grand rôle sur le marché de Paris. Quoi qu'il en soit, nous donnons ce tableau dans l'espoir que d'autres que nous y trouveront des indications qui nous auraient échappé.

1° *Solde des rentes étrangères livrées en liquidation du 1er juillet 1871 au 31 décembre 1873.*

5 0/0	Italien.............	46.115.000
6 0/0	Tabacs italiens......	56.250
6 0/0	Péruvien...........	184.500
5 0/0	Turc..............	520.000
6 0/0	Turc..............	15.750
3 0/0	Espagnol...........	600
5 0/0	Tunis..............	84.375
		46.976.475

représentant un capital d'environ 669 millions de francs.

2° *Solde des valeurs étrangères livrées en liquidation du 1er juillet 1871 au 31 décembre 1873.*

Actions banque ottomane	80.650
Foncier d'Autriche............	193.525
Chemins autrichiens..............	645.825
Chemins lombards................	370.150
Chemins N.-O. d'Autriche.........	67.350
Chemins hongrois.................	12.700

représentant un capital d'environ 722 millions de francs.

Nous avons pensé qu'un autre relevé pouvait fournir des indications sur le mouvement d'exportation des valeurs étrangères : c'est le relevé du montant des abonnements au Timbre pour les valeurs étrangères cotées ; mais ce tableau que nous reproduisons également, ne peut pas donner d'indications précises, par cette raison que l'abonnement dont il s'agit n'est pas autre chose que le prix de la cote. On le paye ou on ne le paye pas, suivant qu'on a intérêt à maintenir ou non les titres sur la cote officielle. Une grande quantité de valeurs y sont soustraites absolument.

	ACTIONS ÉTRANGÈRES soumises au payement des droits de timbre et de transmission		OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES soumises au payement des droits de timbre et de transmission	
	NOMBRE	VALEUR	NOMBRE	VALEUR
1869	1.752.429	542.217.580	6.606.265	1.503.657.485
1871	3.649410	629.289.920	4.581.973	1.617.309.200

Mais nous avons pu nous procurer deux états dans lesquels on peut suivre un mouvement certain d'exportation de titres étrangers, mouvement qui, d'ailleurs, était évident, et que les personnes qui sont dans les affaires ont toutes constaté : le premier est l'état des coupons payés à Paris sur la rente italienne avant et après la guerre, le second est un état semblable pour les coupons des rentes turques.

En 1868, il a été payé à Paris des coupons de rente italienne pour 85 millions de francs ; en 1872, il n'en a été payé que pour 60 millions de francs.

Semestre du	1er janvier	1868	43.011.000
—	1er juillet	1868	42.025.000
—	1er janvier	1869	42.230.000
—	1er juillet	1869 impôt non déduit	46.300.000
—	1er janvier	1870	38.240.000
—	1er juillet	1870	36.004.000
—	1er janvier	1871	16.720.000
—	1er juillet	1871	40.150.000
—	1er janvier	1872	29.870.000
—	1er juillet	1872	30.393.000
—	1er janvier	1873	31.458.000
—	1er juillet	1873	29.856.000
—	1er janvier	1874	25.604.000

Pour les coupons turcs, on remarque une diminution bien plus considérable, mais avec une reprise marquée à partir de 1874.

13 janvier 1870	....	3.265.612
juillet 1872	....	512.081
janvier 1873	....	665.225
juillet 1873	....	728.181
janvier 1874	environ	1.700.000

Les deux valeurs qui sont portées sur ces tableaux sont loin d'être les seules qui existent sur notre marché ; les dollars américains, les valeurs autrichiennes, et bien d'autres, ont une importance considérable dans les placements français ; mais nous prenons sur le fait, pour ainsi dire, à la lecture de ces relevés, l'exportation d'un nombre considérable de titres étrangers, et c'est ce que nous cherchons.

Nous ne pouvons pas pénétrer plus avant. Il y a eu des titres étrangers exportés en grande quantité, et il en reste en France des quantités plus considérables encore, dont les coupons ont fourni du change ; ce sont là deux faits acquis ; mais, quant à faire le compte exact des exportations et du stock des valeurs étrangères en France, il n'y a aucun moyen d'y arriver.

Il faut ajouter à cette exportation ce qui est resté pendant quelque temps des emprunts français à l'étranger ; mais les pays où il se fait des épargnes, et la France est de ce nombre, rappellent bien vite leurs emprunts à l'intérieur. Ce qu'on a

placé ou vendu à l'étranger de rentes françaises 5 ou 3 pour 100 n'a pas tardé à reprendre la route de la France, et l'année 1874 ne se passera pas avant qu'on puisse dire que les 5 milliards d'emprunts sont classés dans le pays même et sans le secours de l'étranger.

Quant à l'opération même du change entreprise par le Trésor français et à la composition du portefeuille de 4 milliards et plus que le Trésor a réunis, on peut dire que les coupons de valeurs étrangères, restées en France, et que les valeurs étrangères exportées en ont donné la majeure partie, presque la totalité, à l'exclusion du mouvement des marchandises, qui s'est balancé pour les trois années, et du mouvement des métaux précieux, qui n'a pas été aussi considérable qu'on pouvait le supposer, et qui n'a fourni que peu de chose en dehors des envois directs faits par le Trésor français à l'Allemagne.

Les choses se sont passées comme si les 5 milliards avaient été remis à Berlin en titres de rente, et comme si les Français avaient envoyé leurs épargnes à Berlin pour racheter ces titres de rente, de même qu'ils les envoyaient auparavant en Italie, aux États-Unis, en Autriche et en Turquie, pour acheter de la rente italienne, américaine,

turque, ou des actions ou obligations des chemins de fer autrichiens.

Après avoir terminé l'exposition des faits, il est facile d'en tirer une conclusion générale.

La France est un pays où il se fait des épargnes annuelles dans des proportions considérables; elle n'a cessé d'en faire au milieu de ses malheurs que pendant un temps très court, et encore pendant cet espace de temps l'arrêt des épargnes n'a-t-il pas été général.

Dès la fin de 1871, pendant toute l'année 1872, le cours antérieur des choses s'est reformé; le flot des épargnes a recommencé à monter. Un emploi tout naturel de ces ressources nationales s'est offert dans les grands emprunts français, qui ont joué le rôle que les émissions de valeurs étrangères avaient joué les années précédentes.

C'est une grande consolation que d'assister à un pareil spectacle, car on y trouve le secret de notre force vive. Il n'est pas douteux que, par la continuation de ce mouvement, les épargnes françaises ne rétablissent, s'il ne l'est déjà, notre stock métallique, et qu'après l'avoir reconstitué, elles ne sollicitent un emploi dans des entreprises industrielles nouvelles à l'intérieur ou à l'étranger.

L'opération des 5 milliards n'a réussi que parce qu'elle a pu être, pour ainsi dire, moulée sur les facultés du pays, au fur et à mesure que ces facultés se sont révélées.

Le succès de cette opération sans précédent tient à la prudence, mêlée à une sorte de témérité, avec laquelle elle a été conduite. Il fallait agir vite pour arriver promptement à la libération du territoire, assez vite pour employer toutes les épargnes réelles et tout le change possible, assez prudemment pour ne pas dépasser une limite au delà de laquelle on aurait eu à se débattre contre une crise financière des plus graves, et une crise monétaire qui aurait pu renouveler les désastres du papier-monnaie, heureusement inconnus en France depuis 75 ans.

Tout a été combiné avec une grande sagesse et un rare bonheur. C'est un titre d'honneur de plus pour le grand citoyen qui avait reçu cette tâche de l'Assemblée nationale, tâche qu'il a accomplie le 15 mars 1873, lorsque son gouvernement a cru pouvoir proposer à l'Assemblée de fixer au 5 septembre suivant le terme du dernier payement de l'indemnité de guerre, et le 20 mai 1873, lorsque les dernières mesures ont été arrêtées par lui avec la Banque de France.

Il appartenait au gouvernement nouveau, institué par l'Assemblée nationale le 24 mai 1873, d'achever la libération du territoire et de rendre définitivement la France à elle-même.

Mais on ne saurait finir l'histoire de l'opération financière dont nous achevons le compte rendu, sans rendre aux agents du Trésor et à l'administrateur éminent qui a dirigé le mouvement des fonds la justice qui leur est due. Dans une situation unique, où tout était à créer, où il fallait improviser tous les jours, où les agents du Trésor devaient se transformer en banquiers, en cambistes, en acheteurs et vendeurs de métaux précieux, et souvent ne pas reculer devant les plus grosses responsabilités, personne n'a été au-dessous de sa tâche. L'administration française en a reçu un nouvel éclat.

FIN

TABLE DES MATIÈRES

CHAPITRE IV

CHAPITRE V

CHAPITRE VI

RAPPORT

SUR LE PAYEMENT DE L'INDEMNITÉ DE GUERRE

PAR M. LÉON SAY



FIN DE LA TABLE DES MATIÈRES

CHALON-SUR-SAÔNE, IMP. DE L. MARCEAU.

APHI

PARIS

mois de Sep

Août Septembre | Juin Juillet Août Sept.bre

13 27 10 24 | 17 1 15 29 12 26 9

20 3 17 | 10 24 8 22 5 19 2

26.20

26.10

26

25.90

25.80

APHI(

PARIS

mois de Sep

Août	Septembre		Juin		Juillet			Août		Septbre
3 27	10 24		17	1	15	29	12	26	9	
20	3 17		10 24	8	22	5	19	2		

26.20

26.10

26

25.90

25.80

COLLECTION
D'AUTEURS ÉTRANGERS CONTEMPORAINS

HISTOIRE — MORALE — ÉCONOMIE POLITIQUE
SOCIOLOGIE

Pour les volumes cartonnés, 1 fr. 50 en sus.

I. — **THOROLD ROGERS. Interprétation économique de l'histoire.** Traduction et Introduction, par M. E. Castelot. 1 vol. in-8. Prix, br. 8 fr. 50

II. — **HOWELL.** *Questions sociales d'aujourd'hui.* **Le Passé et l'Avenir des Trade-Unions.** Traduction et Préface de M. Le Cour Grandmaison. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 5 fr. 50

III. — **GOSCHEN. Théorie des changes étrangers.** Traduction et Préface de M. Léon Say, de l'Académie française (4e édition française), *suivie du rapport de 1875 sur le paiement de l'indemnité de guerre,* par le même. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 6 fr. 50

IV. — **HERBERT SPENCER. Justice** (*2e édition*). Traduit par M. E. Castelot. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 7 fr. 50

V. — **LOUIS GUMPLOWICZ. La Lutte des Races,** *recherches sociologiques.* Traduit par M. Charles Baye. 1 vol. in-8. Prix, broché. 7 fr. 50

VI. — **HERBERT SPENCER. La Morale des différents Peuples et la Morale personnelle.** Traduction de MM. E. Castelot et Étienne Martin Saint-Léon (*2e édition*), 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 7 fr. 50

VII. — **LOUIS BAMBERGER. Le Métal-Argent à la fin du XIX siècle.** Traduit par M. Georges-Raphaël Lévy. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 6 fr. 50

VIII. — **NITTI. Le Socialisme catholique.** Traduit de l'italien avec l'autorisation de l'auteur. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 7 fr. 50

IX. — **HERBERT SPENCER. Problèmes de Morale et de Sociologie.** Traduction par H. de Varigny. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 7 fr. 50

X. — **HERBERT SPENCER. Le rôle moral de la Bienfaisance** (*Dernière partie des principes de l'éthique*). 1 vol. in-8. Prix, broché 7 fr. 50

XI. — **WESTERMARCK. Origine du mariage dans l'espèce humaine.** Traduit par M. H. de Varigny. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 11 fr. »

XII. — **W.-A. SHAW. Histoire de la Monnaie, 1252-1894.** Traduit par M. Al. Raffalovich, correspondant de l'Institut. 1 vol. in-8, Prix, br. 7 fr. 50

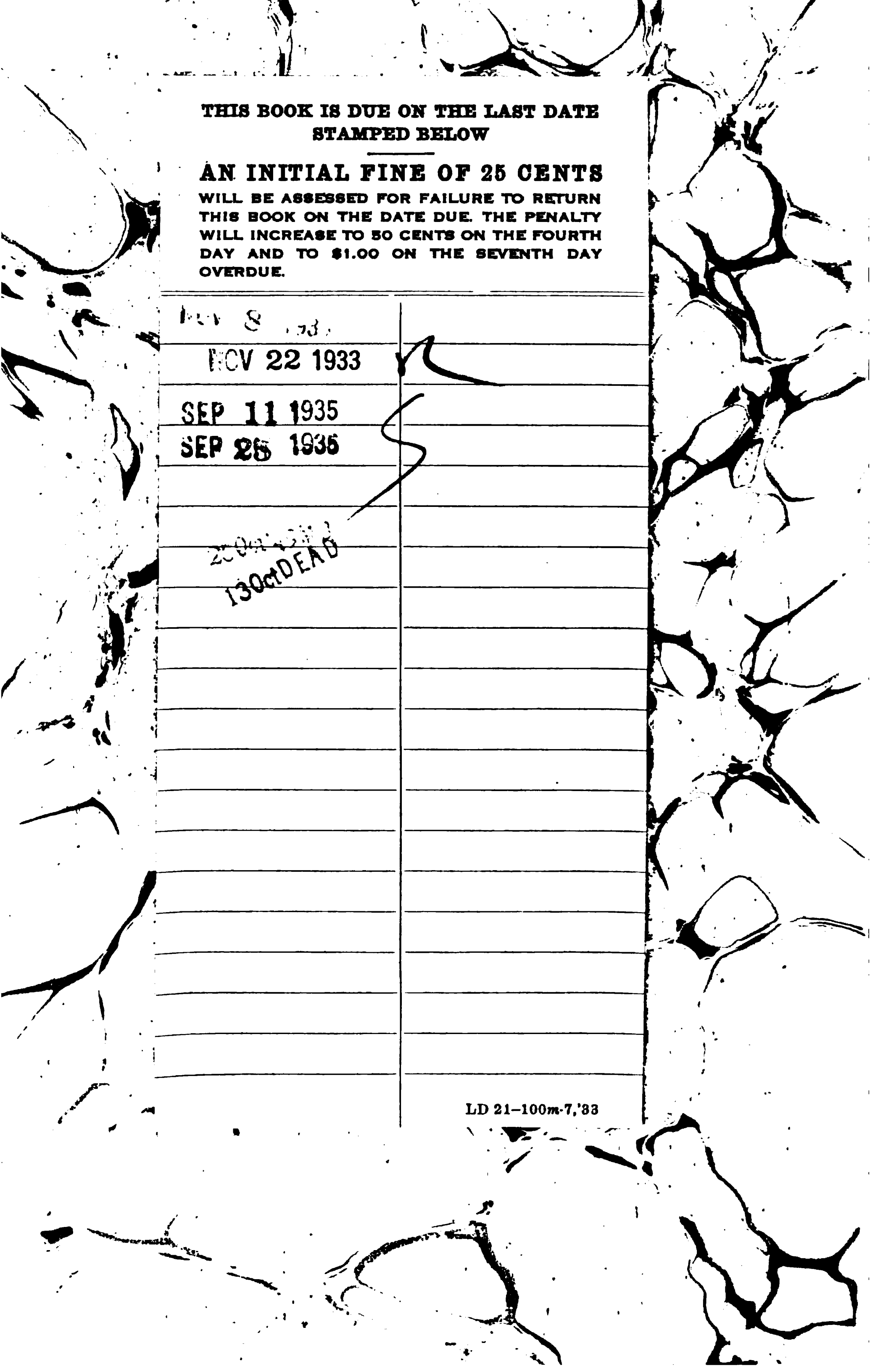
XIII. — **SCHULZE-GÄVERNITZ. La Grande Industrie.** Traduit de l'allemand. Préface de M. G. Guéroult. 1 vol. in-8. Prix, broché 7 fr. 50

XIV. — **RUMELIN. Problèmes d'Économie politique et de statistique.** Traduit par M. Ar. de Riedmatten. 1 vol. in-8. Prix, broché 7 fr. 50

XV. — **KIDD. L'Évolution sociale.** Traduit de l'anglais par M. P.-L. Le Monnier. 1 vol. in-8. Prix, broché.......... 7 fr. 50

CHALON-SUR-SAÔNE, IMPRIMERIE DE L. MARCEAU






YC 23981
HG 3821
G73
143128
Goschen

